

LUCILEYD JORDÃO DE CEITA

**IMPACTO ECONÓMICO DAS FUSÕES E
AQUISIÇÕES EM SEGUROS
ESTUDO DE CASO: SEGURADORAS UNIDAS**

Orientador: Prof. Doutor Manuel Francisco Magalhães Cabugueira

Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias

Escola de Ciências Económicas e das Organizações

Lisboa

2018

LUCILEYD JORDÃO DE CEITA

**IMPACTO ECONÓMICO DAS FUSÕES E
AQUISIÇÕES EM SEGUROS
ESTUDO DE CASO: SEGURADORAS UNIDAS**

Dissertação defendida em provas públicas na Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias no dia 21/02/2019, perante o júri, nomeado pelo Despacho de Nomeação n.º: 02/2019, de 21 de Fevereiro, com a seguinte composição:

O presidente: Prof. Doutora Ana Cristina Freitas
Brasão Amador

O arguente: Prof. Doutor José Manuel Dias
Lopes

O orientador: Prof. Doutor Manuel Francisco
Magalhães

Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias
Escola de Ciências Económicas e das Organizações

Lisboa

2018

Agradecimentos

Ao Professor Doutor Manuel Francisco Magalhães Cabugueira pelas sugestões e o acompanhamento ao longo de todo este processo de desenvolvimento de dissertação.

Também, um enorme obrigado ao Professor José Paulo Oliveira pela disponibilidade e preocupação que demonstrou na fase inicial da presente dissertação.

Resumo

A decisão de realizar uma fusão ou aquisição representa uma opção estratégica no contexto empresarial, e existem diferentes motivações para tal operação, entre as quais obtenção de sinergia, diversificação, poder de mercado e redução de custos.

Neste contexto surge esta dissertação, que têm como objetivo analisar se existe ganho de eficiência após a concretização de um processo de fusão e aquisição (F&A). E para isso é analisado o mercado segurador português nos últimos dez anos, particularizando o caso mais recente das Seguradoras Unidas. Seguradoras Unidas é uma seguradora que resulta da fusão da Açoreana, Tranquilidade, Seguros Logo e T-vida.

Para análise de eficiência é aplicado o modelo da Análise Envoltória de Dados (DEA), utilizando as variáveis custos com o pessoal, ativos e produção de seguros diretos. Esta análise visa estimar o valor da eficiência através da relação entre a produção e os recursos disponíveis.

Conclui-se que tanto a Tranquilidade como a Açoreana nem sempre foram eficientes nos últimos dez anos, e após a fusão em 2016 que originou as Seguradoras Unidas, tornou-se numa companhia com valores de ineficiência com base no modelo DEA, ou seja, ainda têm um longo caminho a percorrer na otimização dos recursos disponíveis.

Palavras-chave: Fusões e aquisições, Seguradoras Unidas, Eficiência, DEA.

Abstract

The decision to proceed with a merger or acquisition represents a strategic option in the business context, and there are different motivations for such an operation, among which synergy, diversification, market power and cost reduction.

In this context this dissertation arises, whose objective is to analyze if there is an efficiency gain after the completion of a merger and acquisition (F&A) process. And for this, the Portuguese insurance market is analyzed in the last ten years, detailing the most recent case of the Seguradoras Unidas. Seguradoras Unidas is an insurance company that results from the merger of Açoreana, Tranquilidade, Seguros Logo and T-vida.

For efficiency analysis, the Data Envelopment Analysis (DEA) model is applied, using the variables personnel costs, assets and production of direct insurance. This analysis aims to estimate the value of efficiency through the relationship between production and available resources.

It is concluded that both Tranquilidade and Açoreana have not always been efficient in the last ten years, and after the merger in 2016 that originated the Seguradoras Unidas, it became a company with values of inefficiency based on the DEA model, that is, they still have a long way to go in optimizing available resources.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Seguradoras Unidas, Efficiency, DEA.

Abreviaturas

AdC – Autoridade da Concorrência

APS - Associação Portuguesa de Seguradores

ASF- Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

BANIF - Banco Internacional do Funchal

BCC - Banker, Charnes e Cooper

BdP – Banco de Portugal

BES – Banco Espírito Santo

CCR - Charnes, Cooper e Rhodes

DEA - Análise Envoltória de Dados (do inglês Data Envelopment Analysis)

DMU – Unidade Tomadoras de Decisão (do inglês Decision Making Unit)

EUA – Estados Unidos da América

F&A - Fusões e Aquisições

PPR - Plano Poupança Reforma

SFA - Análise de Fronteira Estocástica (do inglês Stochastic Frontier Analysis)

Índice Geral

| | |
|---|-----------|
| Introdução | 9 |
| Capítulo 1 - Fusões e Aquisições | 11 |
| 1.1 - Definição de Fusão e Aquisição. | 12 |
| 1.2 - Teorias Económicas de Fusões e Aquisições | 15 |
| 1.3 - Evolução de Fusões e Aquisições..... | 16 |
| 1.4 - Políticas de Concorrência Face às Concentrações de Empresas. | 19 |
| 1.4.1 - Política de Concorrência nos EUA | 19 |
| 1.4.2 - Política de Concorrência na Europa..... | 19 |
| 1.4.3 - Política de Concorrência em Portugal..... | 19 |
| Capítulo 2 - Mercado Segurador | 22 |
| 2.1 - Mercado Segurador Português | 23 |
| 2.2 - Seguradoras Unidas | 28 |
| 2.2.1 - Tranquilidade e suas marcas associadas | 29 |
| 2.2.2 - Açoreana..... | 29 |
| 2.3 - Apresentação do Comprador: Apollo Global Management..... | 30 |
| Capítulo 3 - Metodologia de Análise e Dados | 32 |
| 3.1 - Estudos do Impacto da F&A nas Seguradoras | 33 |
| 3.2 - Definições na Análise da Eficiência | 36 |
| 3.3 - Análise Envoltória de Dados (DEA) | 37 |
| 3.3.1 - Modelo CCR..... | 40 |
| 3.3.2 - Modelo BCC..... | 42 |
| Capítulo 4 - Análise da Eficiência de Mercado | 45 |
| 4.1 - Descrição dos Dados..... | 46 |
| 4.2 - Análise das Eficiência no Mercado Segurador Português | 47 |
| 4.2.1 - Análise da Eficiência das Seguradoras | 47 |

| | |
|---|------|
| 4.2.2 - Tipos de Retornos de Escala..... | 49 |
| 4.2.3 - Fusão e Aquisição e Eficiência..... | 49 |
| 4.2.4 - <i>Benchmarks</i> | 51 |
| 4.2.5 - Rácios Financeiros e Eficiência..... | 52 |
| 4.3 - Eficiência das Seguradoras Unidas..... | 56 |
| Conclusões e Desenvolvimentos Futuros | 58 |
| Bibliografia | 60 |
| Artigos..... | 60 |
| Relatórios | 61 |
| Livros | 63 |
| Referências retiradas de sítios da internet | 64 |
| Apêndices | I |
| Apêndice I - Número de processos de concentrações analisadas pela AdC no mercado segurador..... | I |
| Apêndice II - Dados utilizados no Programa Frontier Analyst Application | I |
| Apêndice III - Resultados obtidos no Programa Frontier Analyst Application | IV |
| Apêndice IV - Benchmarks das DMU'S ineficientes | VI |
| Anexos | XI |
| Anexo I - Produção de seguros no ramo vida | XI |
| Anexo II - Produção de seguros no ramo não vida..... | XII |
| Anexo III - Produção seguro direto em ambos ramos | XIII |

Índice de Tabelas

| | |
|--|----|
| Tabela 1: As maiores fusões e aquisições a nível mundial | 18 |
| Tabela 2: Estrutura de Mercado Segurador Português | 23 |
| Tabela 3: Percurso das seguradoras envolvidas | 28 |
| Tabela 4: Estudos realizados sobre o impacto das F&A no mercado segurador | 33 |
| Tabela 5: DMU's, <i>input</i> e <i>output</i> selecionados | 46 |
| Tabela 6: Empresas de referência no modelo | 51 |
| Tabela 7: Rácio de Autonomia Financeira, Rácio de Solvência e Eficiência | 52 |
| Tabela 8: Correlações entre eficiência e rácios financeiros | 54 |
| Tabela 9: Correlações entre eficiência e rácios financeiros das Seguradoras Unidas | 55 |

Índice de Gráficos

| | |
|---|----|
| Gráfico 1: F&A a nível mundial em número e valores..... | 16 |
| Gráfico 2: Número de processos de concentrações analisadas pela AdC | 20 |
| Gráfico 3: Produção de Seguro Direto em Portugal | 23 |
| Gráfico 4: Peso da Atividade Seguradora na Economia | 24 |
| Gráfico 5: Fronteira de eficiência | 38 |
| Gráfico 6: Resultados obtidos pelo modelo BCC..... | 48 |
| Gráfico 7: Modelo DEA - BCC <i>output</i> para as Seguradoras Unidas..... | 56 |

Índice de Figuras

| | |
|---|----|
| Figura 1: Tipos de crescimento da empresa | 12 |
| Figura 2: Tipos de modelos DEA | 38 |

Introdução

As fusões e aquisições (F&A) tornaram-se importantes como planos estratégicos para as empresas. Estes tipos de processos podem proporcionar um aumento da eficiência e manter o nível de competitividade num mercado cada vez mais globalizado.

A par da globalização, a desregulamentação, os avanços nas telecomunicações e tecnologias da informação constituem fatores que promoveram alterações na estrutura de mercado e que favoreceram a reestruturação empresarial em diversos setores, nomeadamente no setor financeiro e no setor dos seguros. Estes fatores levaram à quebra das barreiras que separavam os intermediários financeiros, como as entidades bancárias, instituições de gestão de capital, empresas de fundos mútuos, e as companhias de seguros, conduzindo a uma dinâmica de F&A inter-industrial nos últimos anos. Como exemplo deste fenómeno temos as fusões entre Travelers e Citicorp (1998) e ING e a Nationale Nederlanden (2008).

Os grandes estudos empíricos sobre as concentrações de empresas estão sobretudo confinados aos grandes blocos económicos – Estados Unidos da América, Reino Unido – países com mercados de capitais desenvolvidos e mercados concorrenciais fortes. Estes estudos concentram-se fundamentalmente numa análise do desempenho financeiro das ações das empresas envolvidas, no período em redor da divulgação de uma operação de fusão e aquisição ou após a realização da mesma.

Este trabalho tem por objetivo analisar o impacto das fusões na eficiência das empresas que compõem o setor segurador em Portugal e identificar as variáveis que influenciam a eficiência, tendo por objeto de estudo a Seguradoras Unidas - Companhia de Seguros. Para tal, foi aplicado um modelo da Análise Envoltória de Dados (DEA) – para medir a eficiência das Seguradoras Unidas, entre 2008 e 2017, período de 10 anos que irá abranger também as companhias Tranquilidade, Açoreana, Logo e T-vida. Este período capta os processos de fusão das diferentes companhias que viriam a constituir as Seguradoras Unidas - Companhia de Seguros e permite comentar sobre o impacto deste fenómeno.

A revisão bibliográfica fornece evidências de que as F&A estão associadas a ganhos de eficiência no mercado segurador. Assim, especificamos a seguinte hipótese:

H0 – Não existem ganhos de eficiência com a fusão da Açoreana Seguros na Companhia de Seguros Tranquilidade.

Se aceitarmos esta hipótese nula significa que por meio do processo F&A não é gerado um crescimento ao nível da eficiência para a empresa resultante do processo.

A motivação para o desenvolvimento desta dissertação prende-se sobretudo pelos diversos acontecimentos que atualmente estão a ser enfrentados pela gestão das seguradoras que operam em Portugal. O mercado segurador assistiu recentemente ao processo de compra, por parte do grupo chinês Fosun, da maior companhia de seguros a operar em Portugal - Fidelidade, a alienação da Axa ao grupo belga Ageas e a venda da Tranquilidade ao grupo americano Apollo Global Management.

A presente dissertação está dividida em quatro capítulos. No capítulo 1 é feita a revisão de literatura, onde se apresenta os conceitos de F&A, as motivações que levam as empresas a optar pelo processo, as teorias económicas que fundamentam estes processos, aproveitando para fazer uma análise das principais ondas de F&A ao nível mundial. Neste capítulo são também abordadas as políticas de concorrência face às concentrações de empresas trazendo como exemplos os Estado Unidos da América, a Europa e logo particularizando Portugal.

A estrutura do mercado segurador português é abordada no capítulo 2, onde se expõe uma análise temporal das diversas seguradoras que compõem o mercado com base em alguns indicadores, como a quota de mercado de produção de seguros diretos e o número de empresas a operar. Neste capítulo, no sentido de se introduzir o estudo caso Seguradoras Unidas, são apresentados os antecedentes da sua criação e as empresas envolvidas na fusão.

Os principais estudos do impacto da F&A no mercado segurador são apresentados no capítulo 3, em conjunto com a explicação da metodologia adotada.

O capítulo 4 é dedicado a eficiência e a sua mensuração, exibindo de seguida os resultados obtidos da análise.

Capítulo 1 - Fusões e Aquisições

1.1 - Definição de Fusão e Aquisição

A questão da dimensão mínima necessária para aproveitar adequadamente as economias de escala, ou para ser a base de potenciais sinergias ou economias de gama, é porventura, a par com o crescimento, o argumento mais recorrentemente invocado para justificar as F&A.

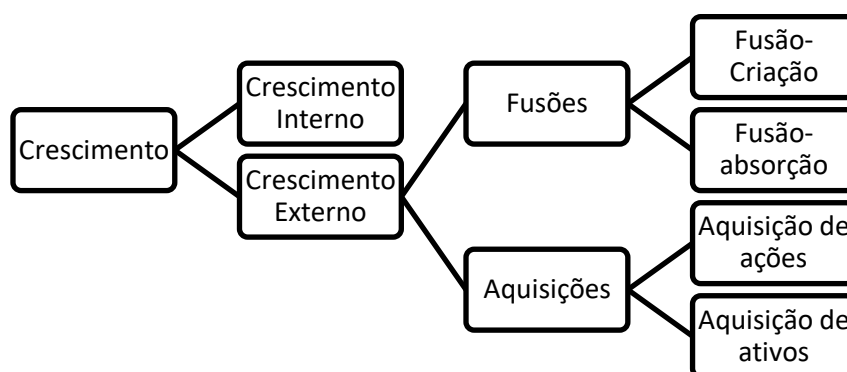


Figura 1: Tipos de crescimento da empresa (elaboração própria)

Uma empresa pode enfrentar duas situações de crescimento - crescimento interno ou crescimento externo. O crescimento interno ocorre quando a empresa opta por crescer de forma autónoma, expandindo a suas operações e âmbito de decisão. O crescimento externo recorre a um vínculo e à coordenação entre várias empresas (Matos & Rodrigues, 2000).

A fusão e a aquisição são termos e conceitos diferentes. A fusão é entendida como junção de duas ou mais entidades juridicamente independentes que tomam a decisão de unir os seus patrimónios formando uma única entidade. Aquisição é entendida como compra das ações ou ativos de outra entidade por parte de uma entidade juridicamente independente sem a necessidade de união por combinação dos seus patrimónios (Matos & Rodrigues, 2000).

De acordo com o Código das Sociedades Comerciais (Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de setembro, artigo 97) as fusões podem se realizar por duas formas:

“1.º - Mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas de partes, ações ou quotas desta;

2.º - Mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, ações ou quotas da nova sociedade.” (Diário da República Eletrónico, 1986, p. 21)¹.

¹ Consultado no dia 23-12-2018 <https://dre.pt/application/conteudo/220107>

A primeira forma é conhecida como fusão-absorção ou fusão por incorporação e a segunda forma é denominada como fusão-criação ou fusão pura. Na fusão pura as ações de todas as antigas empresas desaparecem e são substituídas pelas ações da nova entidade, e na fusão-absorção uma das empresas permanece.

As aquisições podem ser classificadas como: aquisição de ações e aquisição de ativos. Nas aquisições de ações, a empresa que faz a oferta de compra pode negociar diretamente com os acionistas da empresa-alvo por via da oferta de compra, podendo deste modo ignorar os pareceres da Administração e do Conselho da empresa-alvo. A aquisição de ações é genericamente uma operação hostil. Nas aquisições de ativos, a empresa pode comprar outra empresa adquirindo todos os seus ativos. Este tipo de aquisição anula o problema da existência de acionistas minoritários que pode surgir numa aquisição de ações. A aquisição de ativo envolve a transferência de propriedade de ativos, e o processo legal pode ser custoso (Ross, Westerfield & Jaffe, 1995).

Numa abordagem jus-concorrencial as F&A inserem-se no quadro da análise de concentrações. Segundo o regime jurídico da concorrência (artigo 36.º da Lei n.º 19/2012, de 8 de maio):

“ 1 - Entende-se haver uma concentração de empresas, quando se verifique uma mudança duradoura de controlo sobre a totalidade ou parte de uma ou mais empresas, em resultado:

a) Da fusão de duas ou mais empresas ou partes de empresas anteriormente independentes;

b) Da aquisição, direta ou indireta, do controlo da totalidade ou de partes do capital social ou de elementos do ativo de uma ou de várias outras empresas, por uma ou mais empresas ou por uma ou mais pessoas que já detenham o controlo de, pelo menos, uma empresa.

2 - A criação de uma empresa comum constitui uma concentração de empresas, na aceção da alínea b) do número anterior, desde que a empresa comum desempenhe de forma duradoura as funções de uma

entidade económica autónoma.” (Diário da República Eletrónico, 2012, p. 10)².

Porém existem três situações que não se englobam no conceito de concentração, que são:

“ a) A aquisição de participações ou de ativos pelo administrador de insolvência no âmbito de um processo de insolvência;

b) A aquisição de participações com meras funções de garantia;

c) A aquisição de participações por instituições de crédito, sociedades financeiras ou empresas de seguros em empresas com objeto distinto do objeto de qualquer um destes três tipos de empresas, com caráter meramente temporário e para efeitos de revenda, desde que tal aquisição não seja realizada numa base duradoura, não exerçam os direitos de voto inerentes a essas participações com o objetivo de determinar o comportamento concorrencial das referidas empresas ou que apenas exerçam tais direitos de voto com o objetivo de preparar a alienação total ou parcial das referidas empresas ou do seu ativo ou a alienação dessas participações, e desde que tal alienação ocorra no prazo de um ano a contar da data da aquisição.” (Diário da República Eletrónico, 2012, pp 10).

Segundo Matos e Rodrigues (2000) os processos de F&A podem ser classificadas como horizontais, verticais, conglomerais:

A classificação horizontal é quando as empresas envolvidas operam na mesma fase da cadeia de valor. Este tipo de F&A merece mais atenção pois são aquelas que motivam uma maior preocupação no quadro da política de controlo de concentrações. As F&A verticais representam as operações realizadas com empresas que, apesar de operarem na mesma indústria, atuam em fases da cadeia de produção e distribuição diferentes. As conglomerais são entendidas como processos entre empresas que operam em indústrias não correlacionados.

² Consultado no dia 28-12-2018 <https://dre.pt/application/conteudo/553391>

1.2 - Teorias Económicas de Fusões e Aquisições

Segundo Ferreira (2017), as motivações específicas para a realização de F&A podem ser diferentes consoante a sua tipologia. F&A horizontais são explicadas por duas teorias principais: Teoria da Maximização do Lucro e Teoria da Gestão.

Com base da Teoria da Maximização de Lucro, realizam-se F&A horizontais com os seguintes objetivos (Ferreira, 2017):

- Aumento da eficiência na produção e na distribuição (sinergia baseada nos custos);
- Aumento do poder de mercado com perspetiva de crescimento (sinergia baseada nos rendimentos);
- Racionalização e melhoria na utilização de recursos e de competências (sinergia baseada nos custos e proveitos);

Com base da Teoria da Gestão, a realização de F&A horizontais é feita com o objetivo de substituir a gestão não suficiente da empresa-alvo. A empresa-alvo passa a desempenhar as suas funções a um nível de eficiência superior por estar a ser gerida por uma administração mais eficiente.

Fusões e aquisições verticais são motivadas pelas seguintes razões (Ferreira, 2017):

- Obtenção de economias de ordem tecnológica;
- Eliminação ou diminuição dos custos de pesquisa, telecomunicações, publicidade, coordenação da produção, de cobrança e os outros custos de transação;
- Melhoria na organização de inventários e de produção devido a fluxos de informação mais eficientes numa só empresa;
- Redução dos aspetos cíclicos ou sazonais associados a incerteza na procura;
- Acesso assegurado aos mercados;

F&A conglomeradas são motivadas pelas seguintes razões (Ferreira, 2017):

- Aproveitamento de oportunidades com F&A de empresas posicionadas em vários setores ou mercados;
- Flexibilidade e versatilidade proporcionada pelo desenvolvimento em várias atividades por parte das empresas;

- Segurança, pois quanto maior dimensão maior é a dificuldade de aquisições hostis por parte de terceiro;
- Minimização do risco mediante a diversificação de atividades;

1.3 - Evolução de Fusões e Aquisições

A evolução da atividade de F&A é descrita por movimentos cíclicos. Na literatura económica, baseada essencialmente no mercado norte-americano, são identificadas quatro ondas de F&A (Camargos, Romero & Barbosa, 2008, p. 59): *The Great Merger Wave* (1893-1904); *The Merger Movement* (1916-1929); *The 1960s Conglomerate Merger Wave* (1965-1969) e *The Wave of the 1980s* (1984-1989).

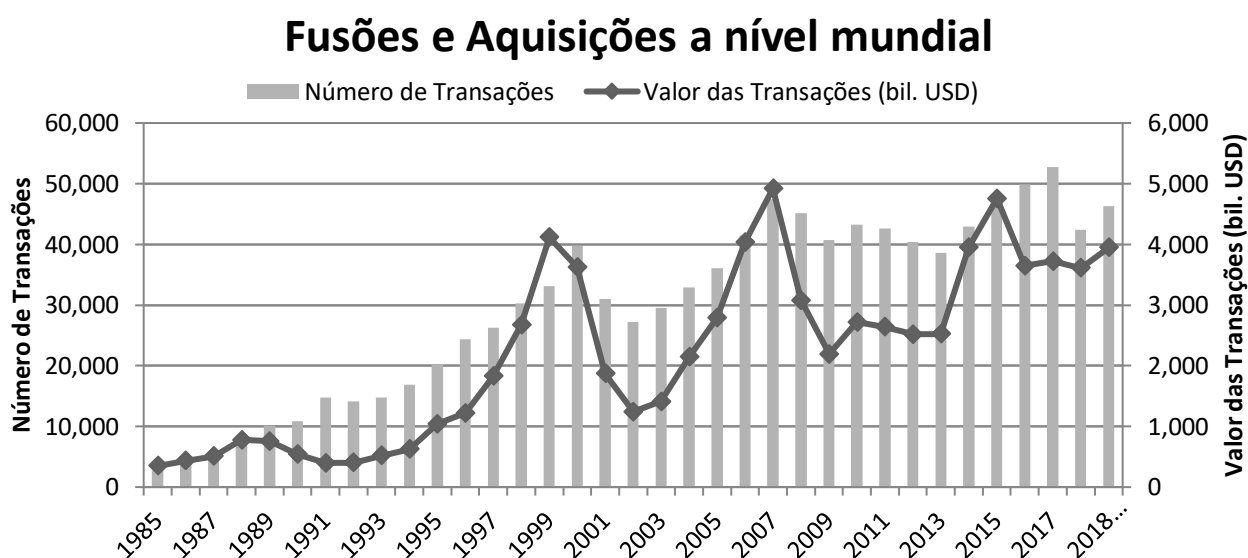


Gráfico 1: F&A a nível mundial em número e valores (IMAA, 2018³)

The Great Merger Wave, iniciou-se com a recuperação da depressão mundial de 1893, e manteve-se até a depressão de 1904. Este foi um período em que se verificaram um conjunto de transformações relevantes nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura, na indústria de petróleo e em outras áreas básicas da economia. Com estes desenvolvimentos, ocorreu uma alteração fundamental na estrutura concorrencial dos mercados, com a constituição de grandes monopólios e na própria estrutura das instituições legais.

³ Consultado no dia 28-12-2018 <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

The Merger Movement, o ciclo teve início por volta de 1916 após o início da primeira Grande Guerra Mundial e terminou com o início do *crash* de 1929 e a Grande Depressão. O crescimento do mercado de capitais auxiliou os investidores financeiros a solidificar as empresas nos diferentes setores. Nesta onda tiveram lugar combinações verticais e conglomeradas que visavam atingir e/ou reforçar o poder de mercado em áreas conexas ou em sectores dispersos da economia e não, exclusivamente, o reforço de poder de monopólio como aconteceu com as fusões do tipo horizontal do ciclo anterior.

The 1960s Conglomerate Merger Wave, foi um ciclo relativamente curto com o início ainda na década de 50 mas com pico entre 1965-1969. Nesta nova onda dominaram as F&A que tinham como objetivo à diversificação e expansão com decisões de entrada noutros mercados internacionais por parte das grandes empresas americanas. Muitas aquisições foram motivadas pelas cotações elevadas no mercado de ações e pelas taxas de juro, aliadas a maior flexibilidade no campo da legislação anti-concorrencial (Ferreira, 2017).

O *crash* nas ações dos conglomerados no início da década de 70, o fim do acordo Bretton Woods que provocou a instabilidade cambial, subida das taxas de juro e a depreciação do dólar dos Estados Unidos da América (EUA) marcaram o fim deste ciclo.

The Wave of the 1980s, onda marcada pela expansão empresarial com a aquisição de outras empresas com baixos valores das ações no mercado de capitais tornando a aquisição mais barata do que novos investimentos. O *crash* da Bolsa de Nova York em 1987 facilitou a compra das empresas americanas por parte de empresas estrangeiras, o que levou de certa forma a aquisições hostis com elevado endividamento. As inovações constantes nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de aquisições. A falência de alguns bancos de investimentos marcou o fim desta vaga (Minadeo & Camargos, 2007).

Outras referências bibliográficas remetem para ondas de F&A posteriores aos anos 90: 5ª, 6ª e 7ª onda.

A 5ª onda (1991-2001) é conhecida como a onda da globalização, com o crescimento constante de F&A internacionais incluindo como alvos de aquisição as empresas americanas, não de todo comum anteriormente. Foi no decurso desta onda onde houve a maior aquisição de empresas na Europa: aquisição da Mannesmann pela Vodafone AirTouch PLC. Algumas aquisições resultaram em insucessos, onde os acionistas perderam parte importante dos seus

investimentos, como é o caso da America Online Inc-Time Warner, e outras com êxito como é o caso da fusão Pfizer Inc – Warner Lambert Co e a fusão Exxon Corp - Mobil Corp (Ferreira, 2017).

Na 6ª onda (2003-2008) é caracterizada pela explosão das empresas com fundos de *private equity* como acionistas. O ritmo de fusões sofreu um aumento que vinha desde 2002 até ao final de 2007, sendo que os fatores que contribuíram para tal foram a globalização, o incentivo por parte dos governos dos países e os financiamentos a baixo custo. As principais empresas-alvos estavam concentradas em indústrias que necessitavam de obter escala para fazer frente a concorrência difícil ou ao abrandamento do crescimento. Estavam nesta situação as empresas das indústrias: das telecomunicações, tecnologia, indústria farmacêutica e de saúde. A crise *subprime* de 2007 e a financeira de 2008 assinalaram o fim deste ciclo, de curta duração com valores máximos em 2007. Note-se que ano 2007 foi marcado pela existência da 4ª e 7ª maior F&A de empresas: Verizon Communications inc – Verizon Wireless inc (4ª) e RFS Holdings BV- ABN-AMRO Holding NV (7ª) (tabela 1).

A 7ª onda iniciou lentamente depois de 2009. Embora sejam as empresas americanas e europeias as principais empresas a optar por F&A, uma parte importante do volume começa nesta onda a incorporar empresas de outras áreas geográficas, como exemplo temos a aquisição Anheuser-Busch Inbev SA/NV - SABMiller PL.

| Posição | Ano | Adquirente | Adquirida | Valor da Transação (mil\$) | Valor da Transação (mil€) |
|---------|------|----------------------------|------------------------|----------------------------|---------------------------|
| 1 | 1999 | Vodafone AirTouch PLC | Mannesmann AG | 202 785,13 | 204 792,23 |
| 2 | 2000 | America Online Inc | Time Warner | 164 746,86 | 160 713,03 |
| 3 | 2015 | Altice SA | Altice SA | 145 709,25 | 130 074,67 |
| 4 | 2013 | Verizon Communicatiosn Inc | Verizon Wireless Inc | 130 298,32 | 100 460,01 |
| 5 | 2007 | Shareholders | Philip Morris Intl Inc | 107 649,95 | 68 077,84 |
| 6 | 2015 | Anheuser-Busch Inbev SA/NV | SABMiller PLC | 101 475,79 | 92 271,91 |
| 7 | 2007 | RFS Holdings BV | ABN-AMRO Holding NV | 98 189,19 | 71 295,16 |
| 8 | 1999 | Pfizer Inc | Warner-Lambert Co | 89 167,72 | 84 937,78 |
| 9 | 1998 | Exxon Corp | Mobil Corp | 78 945,79 | 68 357,27 |
| 10 | 2000 | Glaxo Wellcome PLC | SmithKline Beechan PLC | 75 960,85 | 74 897,31 |

Tabela 1: As maiores fusões e aquisições a nível mundial (IMAA, 2018)

1.4 - Políticas de Concorrência Face às Concentrações de Empresas

1.4.1 - Política de Concorrência nos EUA

A análise de F&A nos EUA, resulta da aplicação do *Celler-Kefauver Act*, de 1950, que altera o *Clayton Act*, tornando mais transparente a sua aplicação a fusões verticais e conglomerais e não somente a fusões horizontais, para além de passar a abranger não apenas a transferência de capital como também as transferências de ativos. Esta lei esclarece os testes de ilegitimidade: a fusão não deveria diminuir de forma sensível a concorrência e deveria impedir a criação de monopólio.

A aplicação da legislação está a cargo de duas agências governamentais, a Antitrust Division do Department of Justice e a Federal Trade Commission desde 1914. Cabendo aos tribunais a última palavra no controlo das concentrações.

1.4.2 - Política de Concorrência na Europa

Até 1989 não se disponha de normas concisas relativas a fiscalização das operações de concentração no espaço europeu. Nesse ano, surgiu o Regulamento 4064/89 do Conselho, que entrou em vigor em 1990, e que visava garantir a fiscalização das operações de concentração mais significativas no espaço europeu e impossibilitar que a aplicação da legislação dos Estados-membros pudesse ser um entrave a realização de operações benéficas para o mercado interno, com base em fundamentações protecionistas (Cunha, 2005).

No ano de 2004 (ano que também ficou marcado pelo alargamento da União Europeia), entrou em vigor um novo regulamento relativo ao controlo das concentrações de empresas, regulamento 139/2004 do Conselho.

Ao contrário da legislação dos EUA, o controlo das concentrações nos Estados-membros da União Europeia é feito pelas autoridades políticas ou administrativas e não pelos tribunais.

1.4.3 - Política de Concorrência em Portugal

Em Portugal surge em 1983 a primeira legislação de defesa da concorrência, com a publicação do Decreto-Lei nº 442/83, de 26 de dezembro. Este Decreto-Lei em parte teve

como base os artigos 85º e 86º do Tratado de Roma, e ainda não fazia referência ao processo de concentrações (Cunha, 2005).

Mais tarde o Decreto-Lei nº 371/93, de 29 de outubro, estabeleceu num novo regime jurídico da concorrência e revogou os diplomas anteriores. Com essa alteração estipulou-se uma repartição de poderes no controlo de concentrações, entre a Direção Geral do Comércio e Concorrência, o ministro responsável pela área de comércio e o Conselho da Concorrência.

A criação da Autoridade da Concorrência (AdC) pelo Decreto-Lei nº 10/2003, de 18 de janeiro, foi um marco importante para reforma em matéria de controlo de concentrações, levando a extinção do Conselho da Concorrência e as competências da Direção Geral do Comércio e Concorrência em matéria de concorrência. Tal como se pode observar no gráfico 2, a AdC já avaliou muitas operações de F&A ao longo dos últimos anos.

A Lei nº 19/2012, de 8 de maio, é o atual regime jurídico da concorrência.

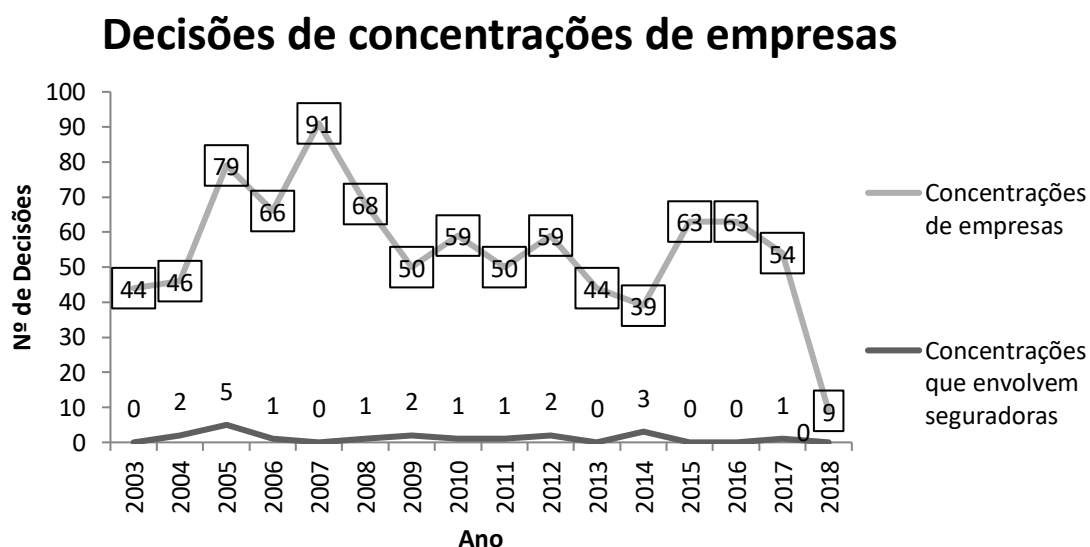


Gráfico 2: Número de processos de concentrações analisadas pela AdC (elaboração própria⁴)

Após verificação do Portal da AdC podemos auferir, com base na documentação disponível, que muitas das concentrações com processos concluídos desde de 2003, inserem-se na indústria farmacêutica, e dos 884 casos analisados, 19 estão relacionados com atividade seguradora, representando cerca de 2%. Nos casos que envolvem a atividade dos seguros, nem todos são concentrações exclusivamente entre empresas de seguros, existem algumas que

⁴ Dados analisados até o dia 11/03/2018 às 21h28 no portal da Autoridade da Concorrência em <http://www.concorrenca.pt/>

envolvem bancos (Montepio Geral - Finibanco Vida), mediação de seguros (MDS*Salvador Caetano Auto/ Coral), e fundos de pensões (Portugal Telecom – Previsão) (apêndice I).

Capítulo 2 - Mercado Segurador

2.1 - Mercado Segurador Português

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nº de Companhias | 85 | 87 | 83 | 79 | 79 | 77 | 79 | 79 | 73 | 73 |
| Nº de Empregados | 11307 | 11270 | 11224 | 11242 | 11180 | 11135 | 11168 | 10945 | 10575 | 9372 |
| Nº de Mediadores | 27424 | 27139 | 25897 | 25397 | 24624 | 24351 | 23465 | 23100 | 21805 | 20258 |

Tabela 2: Estrutura de Mercado Segurador Português (ASF; APS, 2017)

Em 2009, o setor segurador português demonstrou-se estável apesar do contexto de crise financeira mundial de 2008, houve um aumento do número de companhias de seguros e uma ligeira diminuição no número de empregados, mantendo-se quase inalterada a capacidade empregadora do setor.

Fusão da Companhia de Seguros Lusitânia com a Real Seguros, e a transferência da carteira da Mutuamar para a Companhia de Seguros Lusitânia (2009)

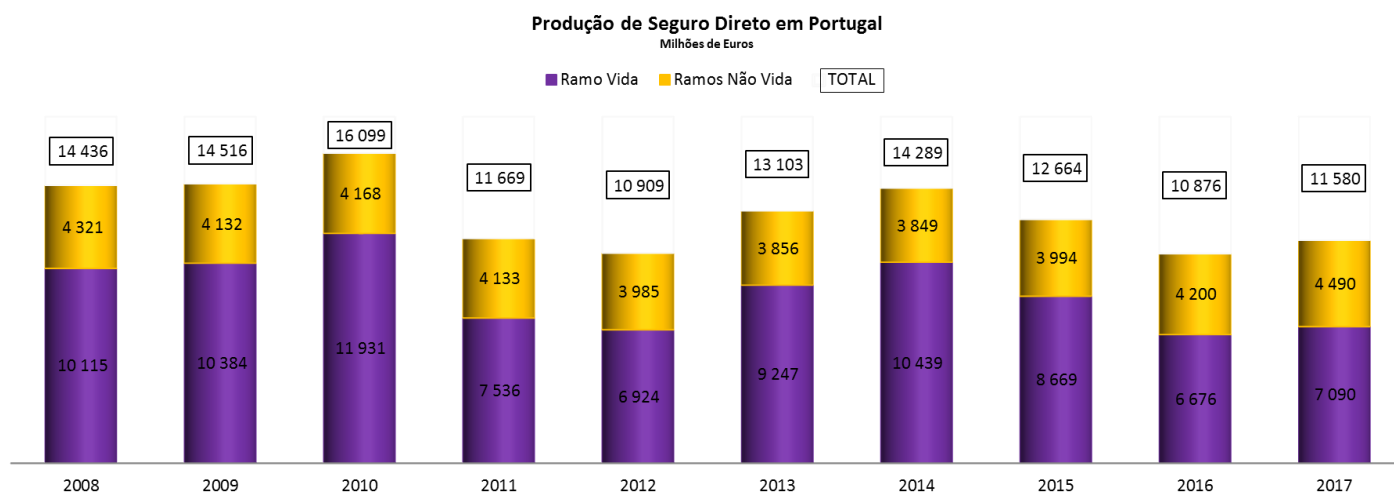


Gráfico 3: Produção de Seguro Direto em Portugal (APS, 2017)

Em 2010 o crescimento do volume de produção de seguros diretos e uma melhoria dos resultados de exploração foram traços relevantes na evolução do mercado segurador

português. A evolução foi positiva porém houve uma tendência de racionalização comprovada com a redução de número de companhias (redução de 87 para 83).

A produção da atividade em Portugal alcançou os 16 mil milhões de euros (gráfico 3), correspondendo a 9,45% do peso no produto interno bruto (gráfico 4), valores nunca antes verificados até a presente data. Para esta evolução, o ramo vida contribuiu de forma significativa (com taxa de crescimento em relação ao ano anterior de 14,9%), representando cerca de 74,1% da produção total.

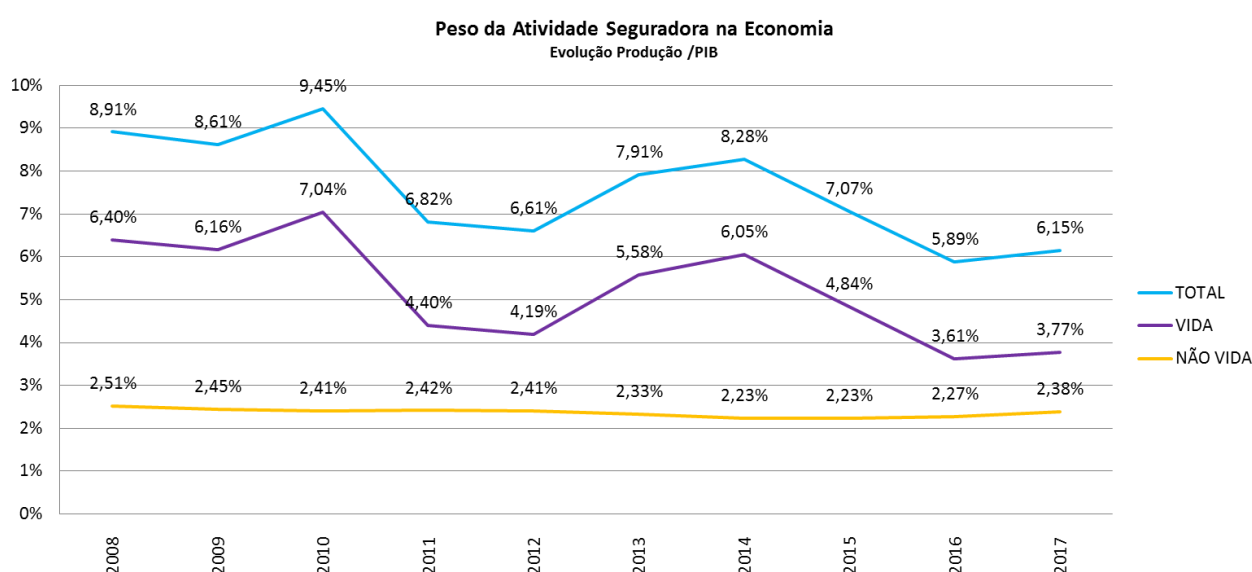


Gráfico 4: Peso da Atividade Seguradora na Economia (APS, 2017)

Em 2011, apesar do nível quase estável do número de empregados, houve um decréscimo de número de companhias de 83 para 79 representando uma taxa de crescimento negativo de 4,8% (taxa semelhante ao período de 2009 a 2010) e também uma diminuição de mediadores em 1,9% (diminuição mais acentuada no período de 2009 a 2010). O ano de 2011 foi marcado pela conjuntura económica muito desfavorável da economia portuguesa com os efeitos da crise soberana. Essa conjuntura levou a diminuição do volume de produção (-27,5%) e o agravamento dos resultados de exploração.

Fusão entre Açoreana e a Global Seguros (2011)

Desde 2011, tanto o número de mediadores como de empregados tem vindo a diminuir (com exceção do ano de 2014 no número de empregados), muito devido à crise orçamental e financeira que obrigou Portugal a reestruturar-se financeiramente para cumprir o programa de assistência externa.

De 2011 para 2012 o número de companhias a operarem em Portugal permaneceu inalterável, havendo uma diminuição em 3,0% dos números de mediadores.

Note-se que em 2012 Portugal vivia uma crise macroeconómica com significativas consequências sociais. Em algumas linhas de negócio este contexto de recessão económica, ajudou a conter a sinistralidade em volume absoluto de custos. E os produtos mais afetados pela recessão foram aqueles com maior componente capitalização e de poupança, pois o incentivo fiscal ser-lhes-ia retirado no âmbito do esforço de consolidação orçamental desenvolvido pelo Estado, a que acresceram outras alterações, tais como por exemplo, a permissão para levantamento antecipado dos Planos Poupança Reforma para pagamento das prestações do crédito à habitação) (APS, 2012).

O ano foi marcado pela fusão da Fidelidade Mundial com Império Bonança, pela transferência de carteira do Seguro Direto Gere para Axa e pela aquisição da Victoria por parte da Asefa (2012)

O ano de 2013 foi caracterizado pelos pequenos sinais de recuperação da economia portuguesa. No entanto, a crise económica e financeira ainda se sentia no país com as políticas orçamentais que tinham repercussões no produto interno bruto, resultando num crescimento negativo de 1,13%, face a 2012 (PorData, 2017⁵)

Esta conjuntura em conjunto com o programa de ajustamento da economia imposto pela Troika, para além das consequências na atividade económica, levou a repercussões sociais, as quais também afetaram o setor segurador.

Apesar do contínuo decréscimo nos anos anteriores, o volume de produção de seguros direto, no ano de 2013 apresentou uma taxa de crescimento de 20,1%, representando cerca de 7,9% do produto interno bruto português. Nesse período, o ramo vida cresceu mais

⁵ Consultado no dia 21-09-2018 em <https://www.pordata.pt/Portugal/Taxa+de+crescimento+real+do+PIB-2298>

do que o ramo não vida (que inclusive apresentou crescimento negativo), devido a quebra de confiança nas instituições bancárias e redução de captação de recursos no banco, que proporcionaram um aumento da produção no ramo vida, com destaque para produtos como o Plano Poupança Reforma (PPR) (APS, 2013).

O ano de 2014 foi particularmente relevante para a economia do país pois marcou o fim do programa de assistência das instituições financeiras internacionais, o que se traduziu no crescimento do produto interno bruto. Este ano marca ainda o início da crise bancária no Banco Espírito Santo com consequências no setor financeiro e na imagem do país.

A transferência de carteira da Seguradora AMA para Tranquilidade, e a Cosec para Mafre (2014)

O ano de 2016 o mercado segurador perdeu seis companhias de seguros. Três companhias eram do segmento vida e as restantes três do ramo não vida, sendo que as companhias mistas e de resseguros não sofreram alterações. Entre as companhias que saíram do mercado podemos destacar a Tranquilidade, a Açoreana e a Barclays Vida Y Pensiones. Esta diminuição possibilitou uma perda de 370 empregados na área dos seguros. O desaparecimento de algumas seguradoras no mercado possibilitou o surgimento de novas seguradoras como são os casos da Seguradoras Unidas (Tranquilidade, T-vida, Logo, Açoreana), da AWP P&C (antiga AGA internacional), da Europäische (antiga Europea de Seguros) e da Atradius Crédito y Caución (antiga Crédito Y Caución).

No ramo vida, a taxa de crescimento foi de -23,0%, que foi responsável pelo decréscimo na produção total de seguro direto em Portugal. Esse decréscimo no segmento vida foi provocado essencialmente pela redução das contribuições direcionadas para os seguros de poupança devido a conjuntura de baixas taxas de juros de longo prazo (APS, 2016).

Ao contrário do ramo vida, o ramo não vida sofreu um aumento de 5,2% de 2015 para 2016, registando a maior taxa de crescimento desde 2002 (em 2002 alcançou-se uma taxa de crescimento de 10,0%). Apesar de alguns sub-ramos terem evoluído positivamente, a maior visibilidade foi o sub-ramo acidentes e doenças (APS, 2016), dando um novo impulso à recuperação iniciada em 2014.

Aquisição da Axa por parte do Grupo Ageas; Aquisição da CNP Barclays Vida Y Pensiones por parte do Bankinter e Mafre (50% para cada); Fusão Real Vida Seguros com a Finibanco Vida; Transferência de carteiras da Finibanco Vida para a Lusitania Vida (2016).

O ano de 2016 assistiu-se a uma taxa de crescimento negativo na produção total de seguro direto (-14,1%) ficando pelos 10,876 milhões de euros, e a seguradora que registou maior decréscimo de 2015 para 2016 foi o BPI Vida e Pensões, que no ano de 2017 acabou por ser vendido ao CaixaBank (anexo III).

Em termos totais, a Companhia de Seguros Fidelidade lidera a produção de seguro direto do mercado, tanto no ramo vida como também no ramo não vida. A Ocidental consegue uma boa posição devido ao seu segmento vida – Ocidental Vida, representando aproximadamente 21,1% em 2016 (anexo I) da quota de mercado do ramo vida, que é fundamentalmente comercializado pelo canal de distribuição bancário.

Os valores das Seguradoras Unidas incluem a produção das companhias de seguros Açoreana, Tranquilidade, T-vida e Logo, representando 6,7% (anexo III) da quota de mercado. A posição privilegiada das Seguradoras Unidas na produção total deriva sobretudo da produção no segmento não vida.

Também importa referir que as principais companhias de seguros a operar em Portugal têm uma boa parte da sua produção nos seguros de capitalização como por exemplo PPR's, que são vendidos através do canal de distribuição bancário.

Em 2017, a produção total de seguros sofreu um aumento 6,5 % face ao ano anterior e sem dúvida o ramo vida foi o principal destaque, que apesar de quedas acentuadas nos últimos dois anos voltou ao crescimento com 6,2%.

No que toca ao ramo não vida, a produção aumentou pelo terceiro ano consecutivo. O grande destaque vai para os seguros de acidentes de trabalho que pela quarta vez consecutiva sofreu um crescimento, aspeto apoiado pelo aumento da massa salarial e pelo agravamento da sinistralidade laboral que é refletido nas tarifas (APS, 2017).

2.2 - Seguradoras Unidas

Seguradoras Unidas é uma seguradora que resultou da fusão por incorporação da Companhia de Seguros Açoreana, Seguros Logo e T-vida na Companhia de Seguros Tranquilidade.

| Ano | Tranquilidade | Açoreana |
|------|---|-----------------------------------|
| 1871 | Criação da Tranquilidade Portuense | - |
| 1892 | - | Criação da Açoreana |
| 1975 | Fusão com Garantia Funchalense e A Nacional | - |
| 1996 | - | Integração no Grupo BANIF |
| 1999 | - | Aquisição da Oceânia |
| 2002 | - | Aquisição da companhia O Trabalho |
| 2006 | Criação da T-vida | - |
| 2008 | Aquisição da AdvanceCare; Criação da Logo | - |
| 2011 | - | Aquisição da Global Seguros |
| 2014 | Medida de resolução BES | - |
| 2015 | Compra da Tranquilidade pela Apollo | Medida de resolução BANIF |
| 2016 | - | Compra da Açoreana pela Apollo |
| | Alteração da designação social para Seguradoras Unidas | |

Tabela 3: Histórico da Tranquilidade e Açoreana (elaboração própria)

O grupo Apollo Global Management antes da operação de fusão, detinha a totalidade dos capitais sociais da Açoreana, T-vida e Seguros Logo. Com este registo as empresas incorporadas (Açoreana, T-vida e Seguros Logo) foram extintas, passando os ativos, passivos, direitos e obrigações para a Tranquilidade, a empresa incorporante, incluindo os contratos de seguros em vigor nas companhias incorporadas. No seguimento do registo da fusão, a Tranquilidade alterou a sua designação social para Seguradoras Unidas SA na atividade de seguro e resseguro para todos os ramos e operações, exceto a comercialização dos seguros de crédito com garantia do Estado.

As seguradoras em conjunto detêm quase 1,4 milhões de clientes e mais de 2,2 milhões de apólices na sua gestão (SINAPSA, 2017⁶), fazendo que com seja a segunda posicionada no mercado no ramo não vida.

⁶ Consultado no dia 07-10-2018 em <http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.PDF?path=6148523063446f764c324679626d56304c334e706447567a4c31684a53556c4d5a5763765130394e4c7a4577513152545579394562324e31625756756447397a51574e3061585a705a47466b5a554e7662576c7a633246764c324d344e474d32595445324c544d7a59546b744e444d354e7931695a6a67774c54597a596a457a4e446c6d4e7a5a684e7935515245593d&fich=c84c6a16-33a9-4397-bf80-63b1349f76a7.PDF&Inline=true>

2.2.1 – Tranquilidade e suas marcas associadas

A Companhia de Seguros Tranquilidade iniciou a sua atividade em 1871 no Porto com a criação da Tranquilidade Portuense, companhia dedicada essencialmente ao ramo incêndio. No ano de 1935 alarga as suas atividades para os ramos vida, automóvel e acidentes de trabalho, e expande os seus negócios para Angola (1945) e Moçambique (1948).

Anos após a nacionalização do setor segurador (1975), a Tranquilidade efetua o processo de fusão com as seguradoras Garantia Funchalense, que se figurou como a «Tranquilidade Madeirense», e A Nacional, companhia dedicada ao ramo vida. Em 1990 volta ser uma empresa privada com o controlo do acionista do Grupo Espírito Santo e dez anos depois a Partran, subsidiária do Grupo Espírito Santo, torna-se a única acionista.

Em agosto de 2014 foi aplicada pelo Banco de Portugal (BdP) a medida de resolução ao Banco Espírito Santo (BES), provocando a redução do canal de distribuição bancário da Tranquilidade.

No ano seguinte entra no capital social uma nova acionista Calm Eagle Holdings S.a.r.l, sociedade controlada pela empresa de fundos de investimentos Apollo Global Management, que passa a ser detentora de 100% do capital. O acionista procurou logo de seguida recapitalizar a Tranquilidade de forma a restituir os rácios de solvência para níveis adequados ao regime de solvência em vigência.

A T-Vida, Companhia de Seguros, S.A., seguradora do Grupo Espírito Santo, foi fundada em julho de 2006, iniciando a sua atividade no ramo vida e poupança não bancária. E a marca LOGO, que representa a companhia *low cost* da Tranquilidade foi lançada em janeiro de 2008 e foca-se exclusivamente no ramo não vida, tendo a internet como principal canal de comercialização.

2.2.2 - Açoreana

A Açoreana foi fundada em 1892 na Ponta Delgada, onde começou por ter negócio. No ano seguinte, estendeu a atividade ao Continente, nomeando agentes em Lisboa e no Porto. E à semelhança da Tranquilidade foi nacionalizada em 1975.

A Açoreana integrou-se no Grupo do Banco Internacional do Funchal (BANIF) em 1996, levando a uma maior presença e visibilidade no mercado, alteração de logótipo, alargamento da rede e modernização das infraestruturas técnicas e tecnológicas.

Em 1999 a Açoreana procedeu à aquisição da Oceânica – Companhia de Seguros, que proporcionou a duplicação da rede de escritórios e o aumento do volume de produção. Posteriormente adquire a companhia O Trabalho, O trabalho Vida (2002). Em 2011 deu-se a fusão da Açoreana como a Global – Companhia de Seguros e Global Vida – Companhia de Seguros.

A estrutura de acionista sofreu alterações devido às tomadas de posições por parte do Conselho de Administração do BdP. O BdP em dezembro de 2015 aplicou a medida de resolução ao BANIF, levando a redução da atividade no canal bancário. A participação no capital social da Açoreana correspondente ao Banco BANIF foi transferida para a Oitante, SA, veículo criado para gerir e recuperar os ativos tóxicos do banco que não foram transferidos para o Banco Santander Totta (banco que posteriormente comprou o Banco BANIF, porém não comprou a parte da Seguradora Açoreana no BANIF).

A Açoreana chegou a receber seis propostas de entidades nacionais e internacionais para a compra. Porém no início de janeiro de 2016 apenas a Caravela Seguros e a Apollo Global Management se mantinham na tentativa de compra da Açoreana. Por fim acabou por ser o Grupo Apollo, que detém também a Companhia de Seguros Tranquilidade, a comprar a seguradora chegando a acordo com a Oitante, SA.

2.3 - Apresentação do Comprador: Apollo Global Management

A Companhia de Seguros Tranquilidade que pertencia ao Grupo Espírito Santo foi comprada em 2015, ganhando um novo acionista, a Apollo Global Management. A norte-americana Apollo Global Management foi fundada em 1990, sendo atualmente uma das maiores gestoras de fundos de investimento ao nível mundial. Está presente nas áreas de *private equity* (fundos que compram empresas para valorizá-las e posteriormente vender a um preço mais alto do que o investimento), na área do crédito e na área do imobiliário.

O setor financeiro representa uma das maiores apostas da Apollo Global Management na Europa. BKB Bank, banco alemão fundado em 1863, foi uma das suas compras na área bancária (2014), e o grupo é um dos principais acionistas do banco belga

KBC (2013). Adquiriu também o EVO Banco em 2013, que fazia parte do grupo NCG Banco. No mercado segurador português, o grupo tentou comprar tanto a AXA como Fidelidade, não obtendo sucesso nas negociações.

O Banco Espírito Santo foi alvo de uma medida de resolução em 2014, que originou a criação do Novo Banco, banco que acabou por herdar a parte que o BES detinha da seguradora. A Apollo Global Management adquiriu a Tranquilidade ao Novo Banco, em 2015, depois de decorrido um ano do início do processo de venda do BES.

A fusão da qual gerou a Companhia Seguradoras Unidas veio acompanhada com a necessidade de reestruturação por parte do Grupo Apollo Global Management com motivos financeiros assentes numa maior eficiência e *performance* da empresa num mercado cada vez mais exposto a diversas circunstâncias como: tempo de mudança para uma era digital no mercado segurador e necessidade de conversão e adaptação, competitividade, alteração do enquadramento regulatório, nomeadamente no regime solvência, e o impacto das resoluções do BES e BANIF, com grande peso na Tranquilidade e Açoreana (SINAPSA, 2017).

E para além da recapitalização foram implementadas outras medidas, entre as quais temos algumas alienações verificadas no decorrer dos últimos anos: Alienação da participação no Espírito Santo Contact Center, SA (2016); Alienação da CRIA – Centro de Reabilitação Integrada de Acidentes e a GIGA – Grupo integrado de Gestão de Acidentes (2017); Alienação da participação na Europ Assistance (2018).

Capítulo 3 - Metodologia de Análise e Dados

3.1 - Estudos do Impacto da F&A nas Seguradoras

Existem diversos estudos relevantes sobre os efeitos da atividade de F&A no setor dos seguros e alguns deles referentes a abordagem de eficiência.

| Autores | Amostra | Localização | Período de dados |
|----------------------------------|----------------|--------------------|-------------------------|
| Akhigbe e Madura (2001) | 88 | EUA | 1985-1995 |
| BarNiv e Hathorn (1997) | 124 | EUA | 1984-1992 |
| Boubakri, Dionne e Triki (2006) | 177 | EUA | 1995-2000 |
| Cummins e Misas (2001) | 548 | Espanha | 1989-1998 |
| Cummins e Weiss (2000) | 130 | Global | 1992-1998 |
| Cummins e Xie (2011) | 13 283 | EUA | 1993-2009 |
| Cummins, Misas e Vencappa (2016) | 10 | UE | 1999-2011 |
| Cummins, Tennyson e Weiss (1998) | 317 | EUA | 1988-1995 |

Tabela 4: Estudos realizados sobre o impacto das F&A no mercado segurador (elaboração própria)

Akhigbe e Madura (2001) estudam os impactos dos anúncios de F&A no setor segurador nos EUA no período de 1985-1995 com base em 88 empresas. O principal objetivo dos autores era determinar os efeitos da avaliação dos anúncios de fusão sobre os adquirentes, empresas-alvo e congéneres.

As conclusões indicam que houve ganhos significativos de valor de mercado para empresas adquirentes e empresas-alvos e que a magnitude dos ganhos é condicionada ao tipo, tamanho e localização das empresas de seguros.

BarNiv e Hathorn (1997) no estudo fazem uso de 124 transações de F&A nos EUA no período de 1984-1992. E indicam que as razões para F&A no setor de seguros geralmente não são divulgadas por reguladores, investidores ou gerentes, e explica que as informações calculáveis e financeiras podem esclarecer as decisões de fusão ou insolvência. Os investidores em empresas que adquirem seguradoras em dificuldades obtêm retornos negativos consideráveis e retornos mais baixos do que os investidores em empresas que vendem seguradoras em dificuldades.

Boubakri, Dionne e Triki (2006) analisam o desempenho de longo prazo das transações de F&A essencialmente nos EUA no período de 1995-2000 com foco nos adquirentes, baseando em 177 transações (das quais 30 envolvem alvos estrangeiros).

As conclusões indicam que as transações criam valor para os adquirentes a longo prazo, uma vez que os retornos anormais de compra e retenção são positivos e significativos após três anos. Além disso, ofertas de compra são mais lucrativas que as fusões, e os retornos positivos são maiores para os compradores frequentes e nos países onde existe uma melhor proteção do investidor e regras legais aplicadas.

Cummins e Misas (2001) analisam os efeitos da desregulamentação e consolidação nos mercados de serviços financeiros, estudando a indústria de seguros espanhola com base em 548 transações.

O período analisado é de 1989-1998 que abrange a introdução da *European Union's Third Generation Insurance Directives*, que desregulamentaram o mercado dos seguros. Foi um período marcado pela diminuição do número de empresas e um aumento de tamanho médio das empresas.

Os autores verificaram que as F&A levaram a diminuição significativa do número de empresas no mercado de seguros espanhol, reduziram os preços dos seguros e a eficiência das empresas de seguros envolvidas aumentou no decorrer dos 10 anos de análise. Ainda indicam que as grandes empresas devem concentrar-se na melhoria de eficiência e não optar forçosamente pelo crescimento adicional.

As conclusões indicam que muitas empresas pequenas, ineficientes e de baixo desempenho financeiro desapareceram do mercado, devido insolvência ou liquidação, e não porque foram adquiridas, e indicam ainda que os adquirentes no mercado de F&A preferem empresas-alvo eficientes.

Esses mesmo autores em conjunto Dev Vencappa (2016) publicam o artigo *Competition, efficiency and soundness in European life insurance markets* onde analisam 10 mercados de seguros de vida da União Europeia no pós-desregulamentação no período 1999-2011. Os resultados apontam que a concorrência aumenta a solidez do mercado de seguros do ramo vida na União Europeia e que a eficiência é o mecanismo através do qual a concorrência contribui para a solvência das empresas de seguros.

Cummins e Xie (2011) analisam a eficiência, produtividade e as economias de escala nos seguros de responsabilidade civil nos EUA para o período 1993-2009 com tamanho da amostra de 13 283 transações. A mudança de produtividade é analisada usando os índices de Malmquist⁷ e a eficiência é estimada empregando a DEA.

Durante o período de análise a indústria experimentou ganhos significativos na produtividade total, e há uma tendência ascendente em escala e eficiência alocativa. Os autores indicam ainda que o objetivo das empresas é operar com retornos constantes de escala. No curto prazo, as empresas podem operar com retornos crescentes de escala ou retornos decrescentes de escala. No longo prazo, as empresas devem-se mover em direção ao retorno constante de escala para ter sucesso em mercados competitivo. No entanto, atingir retornos constantes de escala continua a ser um objetivo difícil de alcançar para a maioria das seguradoras. Apenas 10,3% das seguradoras conseguem manter o retorno constante de escala durante o período analisado. Os autores concluem também que as empresas mais diversificadas no mercado segurador têm maior probabilidade de alcançar ganhos de eficiência e produtividade e os investimentos estão relacionados de forma positiva com esses ganhos.

Cummins, Tennyson e Weiss (1998) no seu estudo analisam a relação entre eficiência e F&A no mercado segurador nos EUA de 1988-1995.

As conclusões indicam que as transações de F&A de empresas de seguro de vida nos EUA levaram a melhorias de eficiência a longo prazo. Essas eficiências são alcançadas devido a reestruturação das empresas-alvos por parte das grandes seguradoras adquirentes.

Cummins e Weiss (2000) analisam a eficiência das 130 maiores empresas de resseguros globais no período 1992-1998. Este estudo faz uso da metodologia DEA.

É demonstrado no estudo que as F&A aumentaram a capacidade de resposta da indústria de resseguros às perdas, e o impacto positivo nos níveis de eficiência no mercado de resseguros com o aumento da dimensão média das empresas, levando a redução de risco por benefício da diversificação.

⁷ O Índice de Malmquist é um índice multilateral que pode ser utilizado para comparar produtividade de diversas economias.

3.2 - Definições na Análise da Eficiência

Neste ponto é efetuada uma abordagem aos fundamentos teóricos da utilização do método da DEA. Primeiro, com as definições dos conceitos de produtividade e eficiência inerentes a este método, descrevendo depois o modelo e as respetivas variantes.

Eficiência e produtividade são dois conceitos muito importantes para avaliação da *performance* de uma empresa. Em particular, a compreensão do termo de eficiência focalizado na metodologia DEA é essencial para esclarecer a diferença entre os modelos que vão ser apresentados - CCR e BCC.

Quando se fala em produtividade normalmente “faz-se referência ao conceito de produtividade média de um *input*, ou seja, o número de unidades de *output* produzidos por cada unidade de *input*” (Coll & Blasco, 2006, p. 6). A eficiência é definida como a relação entre os resultados obtidos (*output*) e os recursos utilizados (*inputs*). Uma empresa que é tecnicamente eficiente “pode ser capaz de melhorar a produtividade ao explorar economias de escala” (Coll & Blasco, 2006, p. 7).

Segundo Belloni (2000) a eficiência de uma empresa pode ser analisada num ponto de vista económico (eficiência alocativa) ou numa vertente de possibilidades físicas de produção (eficiência produtiva). Eficiência alocativa é entendida como a habilidade de combinar recursos e resultados em proporções ótimas dado os preços vigentes, isto é mede o “sucesso da empresa na seleção da combinação de *inputs* para minimizar os custos” (Cummins & Santomero, 1999, p. 40). Eficiência produtiva é entendida como a habilidade de evitar desperdícios, isto é, produzir utilizando o mínimo de recursos possíveis para a produção.

A eficiência produtiva é subdividida em eficiência de escala e eficiência técnica: “A eficiência técnica mede o sucesso das empresas em usar a melhor tecnologia disponível e a eficiência de escala determina se uma empresa está a operar com retorno de escala constante, decrescente ou crescente” (Cummins & Santomero, 1999, p. 40).

O desempenho de uma empresa é, por diversas vezes, avaliado com base no rendimento bruto, ou seja, a empresa com mais lucro acaba por ser a mais eficiente. Porém nem sempre o lucro final leva a uma maior eficiência, pois a empresa que obteve maior lucro pode não ter aproveitado ao máximo os recursos disponíveis. E nesse contexto surgem os métodos de medição de eficiência de fronteira modernos, que permitem medir a *performance*

de uma empresa em função às melhores práticas adotadas das fronteiras determinadas pela empresa dominante no mercado e classificada como a mais eficiente no setor.

Para alcançar o objetivo da presente dissertação, optou-se pelo método da DEA, devido ao facto ser um método que permite medir a eficiência relativa de empresas considerando simultaneamente vários *inputs* e *outputs*, e possibilita traçar os valores de referência para que as empresas ineficientes se possam tornar eficientes.

3.3 - Análise Envoltória de Dados (DEA)

A DEA é o método utilizado numa parte significativa dos estudos das F&A e ganhou destaque nos últimos 20 anos, proporcionando inúmeras publicações de análise de eficiência em diversos setores. Este método faz a comparação dos indicadores pré-fusão e pós-fusão, avaliando as mudanças de eficiência ao longo do tempo.

Segundo González e Trujillo (2009), a DEA apresenta as seguintes características:

- Abordagem não paramétrica;
- Abordagem determinística;
- Não considera ruído aleatório;
- Não permite que hipóteses estatísticas sejam comparadas;
- Não realiza premissas sobre a distribuição do termo de ineficiência;
- Não inclui o erro como termo;
- Não requer a especificação de uma forma funcional;
- Sensível ao número de variáveis, erros de medição e *outliers*;
- Método de estimativa: programação linear;

A DEA foi desenvolvida por Charnes, Cooper e Rhodes (1978) com base nos conceitos de eficiência Pareto-Koopmans de Debreu (1951) e Farrell (1957).

A DEA possibilita otimizar de forma individual cada uma das observações, uma em relação as outras, formando uma fronteira de eficiência. A fronteira é definida segundo o conceito de Pareto-Koopmans, pelo nível máximo de produção para um dado nível de *input*.

Fronteira de eficiência

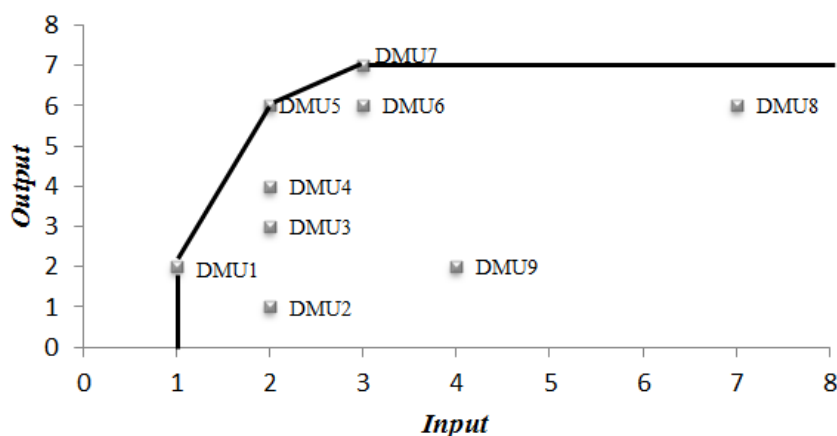


Gráfico 5: Fronteira de eficiência (elaboração própria)

As DMU'S 1, 5 e 7 encontram-se na fronteira de eficiência. A DMU5 é mais eficiente que a DMU2, DMU3 e DMU4 pois produz mais apesar de utilizar a mesma quantidade de *inputs*. A DMU1 com a mesma produção consome menos quantidade de *inputs* que a DMU9, o que faz com que se torne mais eficiente que a DMU9.

A classificação da DEA tem como base o tipo de orientação desejada, sendo que podem estar orientadas a *input* ou a *output*.

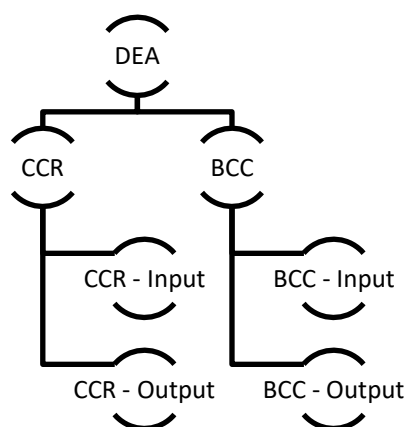


Figura 2: Tipos de modelos DEA (elaboração própria)

O modelo orientado aos *inputs* visa o máximo movimento em direção a fronteira com a diminuição proporcional de *inputs*, mantendo os *outputs* constantes. E modelo orientado nos *outputs* visa o máximo movimento em direção a fronteira com o aumento proporcional de *outputs*, mantendo os *inputs* (Jubran & Jubran, 2010).

A DEA apresenta a vantagem de analisar diversos *output* e *input* sem a especificação de nenhuma forma funcional, determinar fronteiras lineares por partes das DMU's⁸, e ser mais flexível nos pesos. Porém a dimensão da amostra não pode ser muito elevada para não originar distorções no resultado final.

Para a elaboração do modelo é necessário ter em conta os seguintes aspetos (Jubran & Jubran, 2010):

1. As DMU's devem possuir produtos e serviços comparáveis entre si, e recursos semelhantes. Assim as armadilhas em DEA surgem quando se tenta comparar unidades não homogéneas. Para a escolha de entradas e saídas devem-se ter em conta que os fatores necessitam cobrir todos os recursos utilizados, e capturar os níveis de atividade e medidas de desempenho comuns a todas DMU's.

2. O baixo nível de discriminação pode advir da inclusão de um grande número de fatores, pois as DMU's que têm melhor relação *input* e *output* estão na fronteira de eficiência. Para este modelo o número recomendado de DMU deve ser pelo menos o dobro da soma dos *inputs* e *outputs* - $2m*s$, onde m é número de *inputs* e s é número de *outputs*.

3. Índices e percentagens podem ser incluídos no conjunto de *input* e *output*, desde que todos os *inputs* e *outputs* sejam da mesma natureza, ou seja, não deve haver mistura de fatores índices com fatores volumes.

4. Quanto menor o valor do *input* maior a eficiência e quanto maior o valor de *output* maior a eficiência.

5. Para o cálculo do modelo é necessário que as variáveis qualitativas sejam convertidas em variáveis quantitativas.

O avanço teórico conjuntamente com o avanço tecnológico proporcionou a evolução dos programas informativos dedicados a DEA. DEA Solver Pro, Frontier Analyst, MaxDEA, Pim-Deasoft são alguns programas comerciais que permitem calcular a eficiência das empresas utilizando a DEA.

Os resultados estatísticos da eficiência obtidos pela DEA podem tomar valores compreendidos entre 0 e 1, ou em percentagem de 0% a 100%. Um valor próximo ao zero

⁸ DMU's (Decision Making Units) é um grupo de unidades produtivas tomadoras de decisões. DMU são classificadas em eficientes quando estão localizadas sobre a fronteira definidas, ou ineficientes caso estejam abaixo da fronteira de eficiência. As unidades tomadoras de decisão possuem *inputs* (entradas) e *outputs* (saídas)

entende-se como uma unidade tomadora de decisão que se encontra longe da fronteira de eficiência, e em consequência trata-se de uma unidade muito ineficiente tecnicamente. Ou seja, a empresa eficiente recebe o valor de 1 (100%) e a empresa ineficiente apresenta valor inferior a 1 ($<100\%$).

3.3.1 - Modelo CCR

Modelo criado por Charnes, Cooper e Rhodes (1978), que procuraram no seu trabalho comparar a eficiência das escolas públicas americanas, sem ser necessário atribuir pesos para cada variável e converter as variáveis em valores económicos comparáveis. Ampliaram os seus estudos da DEA utilizando múltiplos *inputs* e *outputs*, com retorno constante de escala, modelo denominado como CCR, ou CRS (*Constant Returns to Scale*), pois qualquer variação nos *inputs* levava a uma variação proporcional nos *outputs*. No modelo, as entradas e saídas devem apresentar apenas valores não negativos.

O modelo DEA CCR permite que seja atribuído um conjunto de peso (multiplicadores), o que se torna tarefa difícil se o mesmo conjunto de pesos for aplicado em todas as DMU's. Ao invés de uma ponderação igual para todas as DMU's, Charnes, Cooper e Rhodes (1978) definiram que cada DMU deveria ter o seu próprio conjunto de pesos, no sentido de maximizar a eficiência. A única condição é que todas as DMU's tenham uma eficiência inferior ou igual a 1.

DEA CCR *Inputs*

$$Max\ Eff_0 = \frac{\sum_{j=1}^s u_j y_{j0}}{\sum_{i=1}^r v_i x_{i0}}$$

Sujeito a:

$$\frac{\sum_{j=1}^s u_j y_{jk}}{\sum_{i=1}^r v_i x_{ik}} \leq 1, \quad K = 1, 2, \dots, n$$

$$u_j \text{ e } v_i \geq 0 \quad \forall j, i$$

DEA CCR *Outputs*

$$Min\ Eff_0 = \frac{\sum_{i=1}^r v_i x_{ik}}{\sum_{j=1}^s u_j y_{jk}}$$

Sujeito a:

$$\frac{\sum_{i=1}^r v_i x_{ik}}{\sum_{j=1}^s u_j y_{jk}} \geq 1, \quad K = 1, 2, \dots, n$$

$$u_j \text{ e } v_i \geq 0 \quad \forall j, i$$

Onde (equação 1):

Eff_0 – eficiência da DMU0

u_j, v_i – pesos de *outputs* e *inputs* respectivamente

x_{ik}, y_{jk} – *inputs* i e *outputs* j da DMUK

x_{i0}, y_{j0} – *inputs* i e *outputs* j da DMU0

Este modelo teve de ser transformado em uma programação linear, pois a sua origem deriva da programação fracionária, onde o denominador da função necessita ser igual a uma constante, normalmente igual a 1. Neste sentido, o modelo que foi transformado numa equação de programação linear é denominado de modelo dos multiplicadores (primal).

A partir do modelo primal é possível desenvolver o dual, conhecido como modelo do envelope que exibirá o mesmo valor ótimo para a função. O modelo dual encontra os valores de λ_k que minimizam θ , sendo λ_k a contribuição da DMU k na formação do alvo da DMU0. As DMU's com λ_k não nulo são as referências da DMU0, também denominado como *benchmarks* da DMU0 (Mello, Gomes, Abreu, Carvalho & Zen, 2013). Abaixo seguem a formulação do modelo:

DEA CCR Inputs

DEA CCR Outputs

| | | |
|--------|--|--|
| Primal | $Max\ Eff_0 = \sum_{j=1}^s u_j y_{j0}$ <p>Sujeito a:</p> $\sum_{i=1}^r v_i x_{i0} = 1$ $\sum_{j=1}^s u_j y_{jk} - \sum_{i=1}^r v_i x_{ik} \leq 0, \quad K = 1, 2, \dots, n$ $u_j \text{ e } v_i \geq 0 \quad \forall j, i$ | $Min\ Eff_0 = \sum_{i=1}^r v_i x_{i0}$ <p>Sujeito a:</p> $\sum_{j=1}^s u_j y_{jk} = 1$ $\sum_{i=1}^r v_i x_{ik} - \sum_{j=1}^s u_j y_{jk} \leq 0, \quad K = 1, 2, \dots, n$ $u_j \text{ e } v_i \geq 0 \quad \forall j, i$ |
| | <p>Dual</p> $Min\ \theta$ <p>Sujeito a:</p> $\theta x_{i0} - \sum_{k=1}^n x_{ik} \lambda_k \geq 0, \quad i = 1, \dots, r$ $-y_{j0} + \sum_{k=1}^n y_{jk} \lambda_k \geq 0, \quad j = 1, \dots, s$ $\lambda_k \geq 0 \quad \forall k$ | <p>Dual</p> $Max\ \theta$ <p>Sujeito a:</p> $-\theta y_{j0} + \sum_{k=1}^n y_{jk} \lambda_k \geq 0, \quad i = 1, \dots, s$ $x_{i0} + \sum_{k=1}^n x_{ik} \lambda_k \geq 0, \quad j = 1, \dots, r$ $\lambda_k \geq 0 \quad \forall k$ |

Onde (equação 2):

h_0 e θ – eficiência;

u_j , v_i – pesos de *outputs* e *inputs* respetivamente

x_{ik} , y_{jk} – *inputs* i e *outputs* j da DMUK

x_{i0} , y_{j0} – *inputs* i e *outputs* j da DMU 0

λ_k – k -ésima coordenada da DMU 0 em uma base formada pelas DMU's de referência

3.3.2 - Modelo BCC

De modo a eliminar a necessidade de rendimentos constantes de escala surge um novo modelo da DEA com retorno variável de escala, denominado BCC ou VRS (*Variable Returns to Scale*), criado em 1984 por Banker, Charnes e Cooper. Neste modelo há uma distinção entre ineficiências técnicas e de escala, estimando a eficiência técnica pura numa determinada escala de operações, identificando os ganhos de escala crescente, decrescente ou constante.

Um acréscimo no *input* pode levar a um acréscimo no *output*, ou mesmo um decréscimo. O modelo BCC surgiu como uma forma de eficiência resultante da divisão do modelo CCR em eficiência técnica e a eficiência de escala. Enquanto a eficiência técnica

representa a correta utilização dos recursos à escala de operação da DMU, a eficiência de escala no modelo BCC é igual ao quociente da eficiência BCC com a eficiência CCR (e como resultado obtemos a medida da distância da DMU em análise até uma DMU fictícia mais produtiva). Abaixo seguem a formulação do modelo:

| | DEA BCC Inputs | DEA BCC Outputs |
|---------------|--|--|
| | $Min \theta$ | $Max \theta$ |
| | Sujeito a: | Sujeito a: |
| Primal | $\theta x_{i0} - \sum_{k=1}^n x_{ik} \lambda_k \geq 0, \quad i = 1, \dots, r$ | $x_{i0} - \sum_{k=1}^n x_{ik} \lambda_k \geq 0, \quad \forall i$ |
| | $-y_{j0} + \sum_{k=1}^n y_{jk} \lambda_k \geq 0, \quad j = 1, \dots, s$ | $-\theta y_{j0} + \sum_{k=1}^n y_{jk} \lambda_k \geq 0, \quad \forall j$ |
| | $\sum_{k=1}^n \lambda_k = 1$ | $\sum_k \lambda_k = 1$ |
| | $\lambda_k \geq 0 \quad \forall k$ | $\lambda_k \geq 0 \quad \forall k$ |
| Dual | $Max h_0 = \sum_{j=1}^s u_j y_{j0} - u_*$ | $Min h_0 = \sum_{i=1}^r v_i x_{i0} - u_*$ |
| | Sujeito a: | Sujeito a: |
| | $\sum_{i=1}^r v_i x_{ik} = 1$ | $\sum_{i=1}^r u_j y_{jk} = 1$ |
| | $\sum_{j=1}^s u_j y_{jk} - \sum_{i=1}^r v_i x_{ik} - u_* \leq 0, \quad K = 1, 2, \dots, n$ | $\sum_{i=1}^r v_i x_{ik} - \sum_{j=1}^s u_j y_{jk} - v_* \leq 0, \quad K = 1, 2, \dots, n$ |
| | $u_j \text{ e } v_i \geq 0 \quad \forall j, i$ | $u_j \text{ e } v_i \geq 0 \quad \forall j, i$ |
| | $u_* \in \Re$ | $v_* \in \Re$ |

Onde (equação 3):

h_0 e θ – eficiência

u_j, v_i – pesos de *outputs* e *inputs* respetivamente

x_{ik}, y_{jk} – *inputs* i e *outputs* j da DMUK

x_{i0}, y_{j0} – *inputs* i e *outputs* j da DMU 0

λ_K – k-ésima coordenada da DMU 0 em uma base formada pelas DMU's de referência

A forma dual é mais utilizada pois a forma primal apenas nos fornece informação acerca do peso de cada variável em estudo, enquanto a forma dual estabelece metas concretas para que cada DMU alcance a eficiência. Ou seja, a forma dual permite estabelecer *benchmarks* para cada DMU ineficiente.

Os valores de eficiência com base no modelo BCC devem ser iguais ou superiores aos valores de CCR, uma vez que segundo o modelo CCR as DMU's têm de ter conjuntamente uma eficiência técnica pura e uma eficiência de escala.

Capítulo 4 - Análise da Eficiência de Mercado

4.1 - Descrição dos Dados

Para o estudo é tido em conta o período de 10 anos, de 2008 até 2017 no mercado segurador português, pois foi um período marcado por diversos acontecimentos que modificaram o mercado segurador, entre os quais fusões e aquisições, entrada em vigor do novo regime de solvência, crise mundial de 2008 e conjuntura económica muito desfavorável da economia portuguesa em 2011.

Das companhias de seguros selecionadas para a análise, para além das Seguradoras Unidas e as suas marcas associadas, surgem a Fidelidade, Ocidental, Allianz, Liberty, Ageas Portugal (denominada anteriormente como AXA). As empresas da amostra foram responsáveis por aproximadamente 64,30% da produção de seguros diretos em 2017 (anexo III).

As empresas foram selecionadas com base no critério de posição no *ranking* da quota de mercado de produção de seguros diretos em 2017 (anexo III). Inicialmente a lista contava com 10 seguradoras: Fidelidade, Ocidental, Santander Totta Seguros Vida, Seguradoras Unidas, Allianz, BPI Vida e Pensões, Liberty, Bankinter Seguros Vida, Ageas Portugal, Zurich, porém nem todas apresentavam dados completos e algumas exploravam unicamente um determinado ramo, o que fez com que não fossem consideradas na amostra. Os dados apresentados das seguradoras englobam o ramo vida e o ramo não vida.

A base de dados foi construída a partir dos dados recolhidos nos Relatórios e Contas de cada seguradora nos correspondentes anos analisados, e na base de dados disponíveis no portal da Associação Portuguesa de Seguradores (APS) (apêndice II).

| DMU's | Input | Output |
|--|----------------------|-----------------------------|
| Fidelidade, Ocidental, Allianz, Liberty Seguros, Ageas Portugal, Seguradoras Unidas (Tranquilidade, Açoreana) de 2008 até 2017 | Custos com o Pessoal | Produção de Seguros Diretos |
| | Ativos | |

Tabela 5: DMU's, *input* e *output* selecionados (elaboração própria)

Para calcular o modelo DEA foi feito o uso do programa *Frontier Analyst* versão 4 Demo. A base de dados foi trabalhada no programa *Microsoft Office Excel* versão 2010 e também no programa *Statistical Package for the Social Sciences* versão 20.

4.2 - Análise da Eficiência no Mercado Segurador Português

4.2.1 – Análise da eficiência das Seguradoras

É analisada a eficiência de 8 seguradoras, sendo que só a partir de 2016 é que surgem as Seguradoras Unidas, o que faz com que desapareçam as seguradoras Tranquilidade (que incluíam os valores da T-vida e Logo) e Açoreana, totalizando 68 DMU's ao todo. Para a análise da eficiência é tido em conta o modelo DEA-BCC com orientação ao *output*, com vista a maximizar os *outputs* sem diminuir os *inputs*.

Os resultados da estimativa da eficiência da DEA são apresentados no apêndice III. Com base no modelo DEA-BCC orientado para *output*, 69% das DMU's atingem a eficiência relativa e 31% são ineficientes, ou seja é um resultado distinto do obtido pelo modelo de retorno constante de escala - DEA-CCR⁹.

A média da eficiência é de 93,16% durante o período de amostragem, indicando que 6,84 % dos *inputs* foram desperdiçados pela indústria porque as empresas não produziram na escala ideal. A falta de adaptação à tecnologia que muda rapidamente durante o período de amostragem pode ser uma possível razão para a ineficiência técnica.

Para comparar as mudanças de eficiência ao longo do período de amostragem, foram calculadas a média das eficiências ao longo da primeira metade dos anos analisados (2008-2012) e da segunda metade (2013-2017) do período de amostragem. As comparações mostram melhorias na eficiência. A média da eficiência aumentou de 91,60% para 94,81%.

⁹ Note-se que se tivesse sido utilizado o modelo CCR com orientação *output* cerca de 61,76% das DMU's seriam ineficientes, e as restantes 38,24% estariam na fronteira da eficiência.

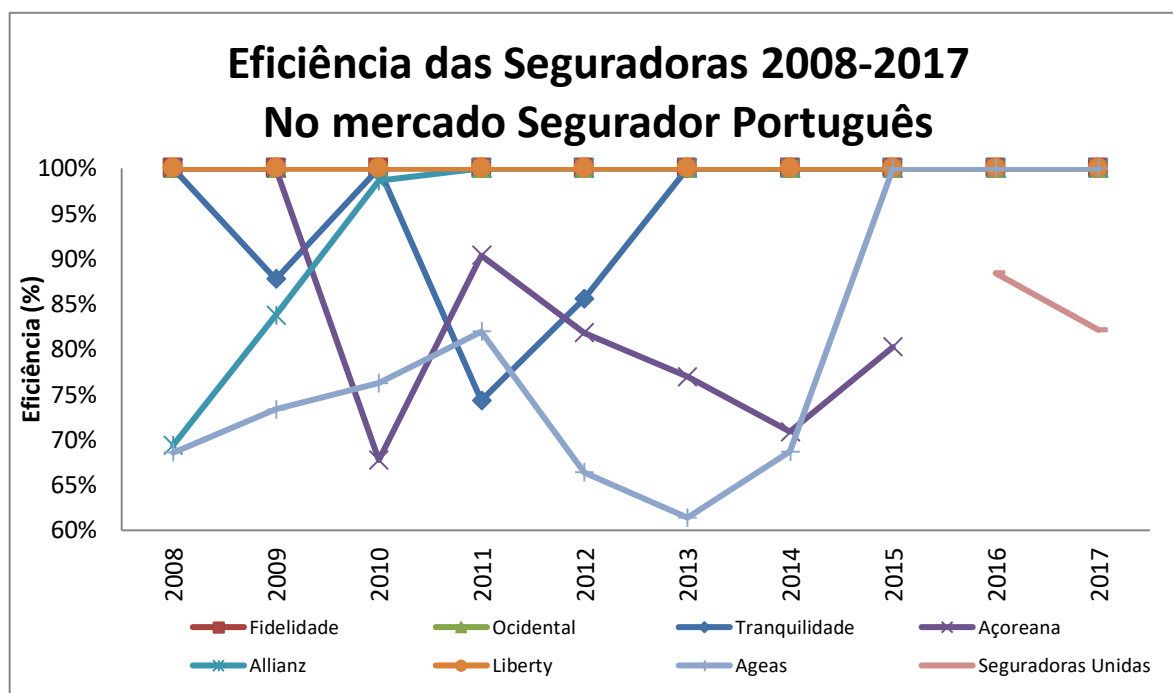


Gráfico 6: Resultados obtidos pelo modelo BCC (elaboração própria)

O gráfico 6 apresenta a linha de evolução da eficiência das companhias de seguros Fidelidade e Ocidental, companhias que se encontravam na 1ª e 2ª posição, respetivamente, de quota de mercado com base na produção de seguros diretos nos últimos dois anos (anexo III). Estas duas companhias permaneceram como companhias eficientes de acordo com o modelo DEA BCC *output*, independentemente das modificações nos últimos anos na indústria de seguros. O mesmo acontece com a Liberty no período de amostragem.

Tanto a Tranquilidade como a Açoreana nem sempre foram eficientes durante os últimos 10 anos, porém ao contrário da Tranquilidade que conseguiu manter a eficiência relativa nos últimos 3 anos antes da fusão, a Açoreana desde 2010 apresenta valores de ineficiência.

A Allianz é um exemplo de tendência ascendente para obtenção de ganho de eficiência. Começou em 2008 com uma percentagem de 69,39% e acabou por atingir a eficiência em 2017. De todas as seguradoras que constam na amostra, a Ageas foi a empresa que apresentou uma evolução menos uniforme no período em causa.

4.2.2 - Tipos de Retornos de Escala

A DEA permite obter a informação do tipo de retorno de escala de operação (constante, crescente ou decrescente). Retornos de escala indicam o aumento da produção que são o resultado do aumento de todos os *inputs* numa dada percentagem, podendo ser constantes, crescentes ou decrescentes.

Retorno constante de escala é quando o aumento percentual dos *outputs* é igual ao aumento em percentagem dos *inputs*. Retorno crescente de escala é quando o aumento percentual dos *outputs* é maior que o aumento percentual dos *inputs*. Retorno decrescente de escala é quando o aumento percentual dos *outputs* é menor que o aumento percentual dos *inputs* (Coll & Blasco, p. 22). E os retornos de escala das empresas na amostra são apresentados no apêndice III.

A percentagem de DMU's com retornos constantes de escala é de 4,41% para o período de amostragem como um todo. Apenas a DMU da Ocidental nos anos 2008, 2011 e a Allianz em 2017 obtiveram o retorno constante de escala. 45,59% das DMU's operavam com retorno crescente de escala e 50% com retorno decrescente.

4.2.3 - Fusão e Aquisição e Eficiência

No período 10 anos as seguradoras selecionadas na amostra sofreram com algumas reestruturações, que incluíram as seguintes fusões e transferência de carteiras:

- Génesis Seguros Generales transfere a carteira de seguros dos ramos não vida para a empresa Liberty Seguros (2011);
- Operação de fusão por incorporação, a Global – Companhia de Seguros, e a Global Vida – Companhia de Seguros de Vida, foram autorizadas a transferir a totalidade das suas carteiras de seguros dos ramos não vida e vida respetivamente, para a empresa de seguros Açoreana (2011);
- A empresa de seguros Seguros Directo Gere, foi autorizada a transferir a sua carteira de seguros do grupo de ramos “seguros de incêndio e outros danos” para a empresa de seguros Axa (2012);

- Operação de fusão por incorporação, a Império Bonança foi autorizada a transferir as suas carteiras de seguros do ramo não vida e vida, para a Fidelidade-Mundial (2012);
- A.M.A – Agrupación Mutual Aseguradora, Mútua de Seguros A Prima Fija – Sucursal em Portugal, foi autorizada a transferir a sua carteira de seguros dos ramos não vida para a Tranquilidade (2014);
- Grupo Ageas compra a Axa Portugal (2016);
- Operação de fusão por incorporação, Açoreana, Seguros Logo, T-vida são incorporadas na Companhia de Seguros Tranquilidade, com transferência da totalidade das carteiras de seguros das seguradoras a incorporar para seguradora incorporante, a qual alterou a sua denominação social para Seguradoras Unidas (2016);

Com os dados recolhidos da eficiência (apêndice III) e com os acontecimentos acima expressos que influenciaram as empresas da amostra podemos concluir que o fenómeno de F&A não proporcionaram ganhos de eficiência significativos. Em grande parte, seguradoras eficientes antes do processo F&A permaneceram como tal após a mesma. A título de exemplo temos a Fidelidade (2012), Tranquilidade (2014), Liberty (2011) e Ageas (2016).

As empresas de seguros classificadas como ineficientes através do modelo, no ano seguinte ao do processo de reestruturação, diminuem a percentagem da eficiência, encontrando-se mais longe da fronteira da eficiência. Tanto a Açoreana que passa de 90,37% para 81,82% (2011-2012), a Ageas de 66,38% para 61,40% (2012-2013) e as Seguradoras Unidas de 88,42% para 82,15% encontram-se nesta mesma situação (2016-2017).

O fenómeno de F&A não faz com que haja um ganho de eficiência a curto prazo, pois as empresas que são eficientes permanecem como eficientes e as que são tecnicamente ineficientes continuam como ineficientes. Apesar disso, não se pode deixar de referir que no período de amostragem existem empresas de seguros que permaneceram ineficientes por alguns anos consecutivos, mas acabaram por conseguir atingir a eficiência no último ano de análise, como é o caso da Allianz e da Ageas.

No ano 2016 e 2017 apenas as Seguradoras Unidas foi ineficiente, demonstrando assim que ainda tem um longo caminho a percorrer na otimização dos recursos disponíveis.

4.2.4 - Benchmarks

| Ano | Benchmark | | |
|------|------------|---------------|---------------|
| 2008 | Açoreana | Ocidental | Tranquilidade |
| 2009 | Açoreana | Fidelidade | |
| 2010 | Fidelidade | Liberty | Tranquilidade |
| 2011 | Allianz | Fidelidade | |
| 2012 | Allianz | Fidelidade | |
| 2013 | Allianz | Tranquilidade | |
| 2014 | Allianz | Fidelidade | Tranquilidade |
| 2015 | Allianz | Liberty | Tranquilidade |
| 2016 | Allianz | Fidelidade | Ocidental |
| 2017 | Allianz | Fidelidade | |

Tabela 6: Empresas de referência no modelo (elaboração própria)

No apêndice IV consta a lista das DMU's ineficientes e as melhorias que podem ser feitas nos *inputs* e *outputs* para que as DMU's possam atingir a eficiência técnica. A comparação entre os valores observados para as DMU's analisadas e os valores alvos permite estabelecer a quantia em termos absolutos ou relativos da redução de *input* e/ou aumento do *output* que a unidade deveria promover para se tornar eficiente. A Fidelidade e a Allianz foram as seguradoras que em maior número serviram com referências para as DMU's ineficientes no período de amostragem (tabela 6).

De modo geral, todas as DMU's ineficientes devem aumentar a produção de seguros diretos, e em alguns casos diminuir os custos com pessoal. A Açoreana e a Tranquilidade foram as seguradoras que mais tiveram recomendações de diminuição dos custos com pessoal. O valor máximo verificado de necessidade de redução nos custos com pessoal foi das Seguradoras Unidas em 2017, de -50,62%, e o valor mais baixo foi da Açoreana em 2013 (-12,74).

4.2.5 - Rácios Financeiros e Eficiência

Com os valores dos ativos, passivos, capitais próprios foram calculados os rácios financeiros da Autonomia Financeira e de Solvabilidade.

| | Indicadores | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------|-------------|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Fidelidade | AF | 6,22% | 7,41% | 5,99% | 6,46% | 10,30% | 9,15% | 9,19% | 12,53% | 12,86% | 15,51% |
| | SOLV | 6,63% | 8,00% | 6,37% | 6,90% | 11,49% | 10,07% | 10,16% | 14,36% | 14,80% | 18,40% |
| | EF | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Occidental | AF | 4,23% | 5,04% | 4,09% | 2,93% | 6,28% | 5,80% | 4,17% | 4,53% | 5,09% | 3,57% |
| | SOLV | 4,42% | 5,31% | 4,26% | 3,02% | 6,70% | 6,16% | 4,36% | 4,74% | 5,36% | 3,75% |
| | EF | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Seguradoras Unidas | AF | | | | | | | | | 7,19% | 5,91% |
| | SOLV | | | | | | | | | 7,74% | 6,28% |
| | EF | | | | | | | | | 88,42% | 82,15% |
| Tranquilidade | AF | 23,59% | 25,84% | 26,89% | 28,71% | 27,42% | 27,09% | 6,65% | 18,35% | | |
| | SOLV | 30,88% | 34,84% | 37,46% | 40,26% | 37,78% | 37,16% | 7,12% | 22,48% | | |
| | EF | 100,00% | 87,78% | 100,00% | 74,35% | 85,59% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | | |
| Açoreana | AF | 4,05% | 5,80% | 6,68% | 9,23% | 12,95% | 14,32% | 13,17% | -0,61% | | |
| | SOLV | 4,22% | 6,16% | 7,16% | 10,17% | 14,87% | 16,72% | 15,17% | -0,61% | | |
| | EF | 100,00% | 100,00% | 67,77% | 90,37% | 81,82% | 76,96% | 70,90% | 80,25% | | |
| Allianz | AF | 14,78% | 18,00% | 18,29% | 16,30% | 20,05% | 22,55% | 21,37% | 17,64% | 14,88% | 13,75% |
| | SOLV | 17,34% | 21,95% | 22,38% | 19,47% | 25,08% | 29,12% | 27,18% | 21,42% | 17,48% | 15,94% |
| | EF | 69,39% | 83,75% | 98,64% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Liberty | AF | 8,86% | 13,42% | 16,29% | 17,23% | 20,46% | 22,21% | 23,08% | 21,61% | 20,98% | 19,58% |
| | SOLV | 9,72% | 15,50% | 19,46% | 20,82% | 25,73% | 28,55% | 30,00% | 27,57% | 26,55% | 24,34% |
| | EF | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Ageas | AF | 8,24% | 9,88% | 10,00% | 9,16% | 12,30% | 9,87% | 9,96% | 9,44% | 7,71% | 8,00% |
| | SOLV | 8,98% | 10,96% | 11,11% | 10,08% | 13,86% | 10,96% | 11,06% | 10,35% | 8,36% | 8,70% |
| | EF | 68,60% | 73,35% | 76,27% | 81,95% | 66,38% | 61,40% | 68,69% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| | AF | Rácio de Autonomia Financeira | | | | | | | | | |
| | SOLV | Rácio de Solvabilidade | | | | | | | | | |
| | EF | Eficiência | | | | | | | | | |
| | Média AF | 9,99% | 12,20% | 12,60% | 12,86% | 15,68% | 15,86% | 12,51% | 11,93% | 11,45% | 11,05% |
| | Média SOLV | 11,74% | 14,67% | 15,46% | 15,82% | 19,36% | 19,82% | 15,01% | 14,33% | 13,38% | 12,90% |

Tabela 7: Rácio de Autonomia Financeira, Rácio de Solvência e Eficiência (elaboração própria)

O rácio de autonomia financeira proporciona informação quanto à proporção dos ativos que são financiados através do capital próprio da empresa¹⁰.

$$\text{Autonomia financeira} = \frac{\text{Capital próprio}}{\text{Ativo}}$$

O rácio de autonomia financeira permite avaliar o peso que os capitais próprios têm no financiamento da atividade. Quanto maior for o valor melhor, mas em termos práticos diversas atividades económicas não poderiam decorrer se não fossem fortemente financiadas pelo passivo.

¹⁰ Calculados com base no documento “Novos Quadros da Empresa e do Sector”- adaptação ao sistema de normalização contabilística – Estudos da Central de Balanços Dez. 2011 (Banco de Portugal), e consultado no dia 26-12-2018 em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos%20da%20cb%206_2011.pdf

O valor ideal do rácio da autonomia financeira para uma empresa pode depender de vários fatores como: o setor de atividade da empresa, a tipologia de financiamento, e a expectativa dos sócios ou acionistas em termos de lucro.

O rácio de solvabilidade revela-se um indicador indispensável para o complemento na análise e interpretação dos resultados do rácio de autonomia financeira.

$$\text{Solvabilidade} = \frac{\text{Capital próprio}}{\text{Passivo}}$$

O rácio de solvabilidade que também consta na tabela 7 permite estimar a capacidade da entidade de fazer face aos compromissos e avaliar o risco por parte dos credores para futuras relações. Este indicador permite também estudar a evolução do financiamento através de capitais alheios e dos capitais próprios.

Quanto mais elevado o valor do rácio de solvabilidade, maiores possibilidades terão os credores de reaver os seus empréstimos, e mais dispostos estarão os credores para estudar novos pedidos de crédito.

De acordo com os dados analisados na tabela 7, a autonomia financeira sofre um aumento no ano em que ocorre o processo de reestruturações (fusão, aquisição e outras reestruturações) pois as empresas procuram aumentar o capital próprio com o objetivo de atingir melhores rácios de autonomia financeira e solvabilidade. Como exemplos podemos enunciar: a Fidelidade que com a compra da Império Bonança (2012) aumenta o seu rácio da autonomia financeira, atingindo em 2017 o valor de 15,51%, o valor mais alto registado nos últimos 10 anos, e a Tranquilidade, que após decorrer 1 ano da resolução do grupo BES (2014) aumentou o seu rácio de autonomia financeira, passando de 6,65% para 18,35%. Em 2011, a Açoreana com a aquisição da Global Seguros, e a Liberty com a transferência da carteira de seguros dos ramos não vida da Génesis Seguros Generales aumentaram os rácios de autonomia financeira.

No último ano analisado, os valores dos rácios de autonomia financeira diminuíram para Ocidental, Seguradoras Unidas, Allianz, Liberty. As seguradoras que obtiveram as melhores percentagens nos últimos 10 anos foram a Liberty e Allianz, empresas que não sofreram importantes mudanças ao nível de fusões e aquisições. Enquanto o valor mais baixo do rácio da autonomia financeira verificado na Liberty foi em 2008 com 8,86%, em pleno

período de crise mundial, a Allianz obteve o seu valor mais baixo em 2017 com 13,75%, valor influenciado pela diminuição do capital próprio da empresa. É de realçar que inclusive, a Allianz serviu como *benchmark* de inúmeras DMU's no período em estudo. Das seguradoras no universo da amostra, a Ocidental é a empresa que apresenta frequentemente valores mais baixos durante o período de amostragem.

A tabela 7 apresenta também a média do rácio de solvabilidade ao longo dos 10 anos, e com isso podemos auferir que 56% das DMU's encontram-se abaixo da média do rácio de solvabilidade e os restantes 44% acima da média. A Ageas e a Ocidental representam um destaque pois estiveram sempre abaixo da média tanto no rácio de solvabilidade como também nos rácios de autonomia financeira. A Fidelidade (2008-2014), as Seguradoras Unidas (2016-2017), a Tranquilidade (2014), a Açoreana (2008-2013; 2015) e Liberty (2008) estiveram também abaixo da média do rácio nos anos apresentados.

Na tentativa de encontrar uma relação entre os rácios financeiros e a eficiência das 68 DMU's da amostra foram calculados o coeficiente de correlação de *Pearson* entre as diferentes variáveis, gerando a tabela 8. Olhando para tabela 8 dos rácios financeiros, não nos é possível indicar que uma companhia com bons valores de rácios financeiros (autonomia financeira e solvabilidade) possa atingir a eficiência relativa, uma vez que a eficiência não está fortemente correlacionada com os rácios financeiros calculados.

Através da análise de correlação extraída no programa *Statistical Package for the Social Sciences* versão 20 sabemos que a eficiência apresenta um baixo valor de correlação com os rácios de autonomia financeira (0,055) e de solvabilidade (0,057).

| | Eficiência (EF) | Autonomia Financeira (AF) | Solvabilidade (SOLV) | Capital Próprio (CP) | Ativos | Passivo |
|---------------------------|-----------------|---------------------------|----------------------|----------------------|---------|---------|
| Eficiência (EF) | X | ,055 | ,057 | ,270* | ,342** | ,343** |
| Autonomia Financeira (AF) | ,055 | X | ,996** | -,111 | -,475** | -,503** |
| Solvabilidade (SOLV) | ,057 | ,996** | X | -,119 | -,465** | -,492** |
| Capital Próprio (CP) | ,270* | -,111 | -,119 | X | ,828** | ,795** |
| Ativos | ,342** | -,475** | -,465** | ,828** | X | ,998** |
| Passivo | ,343** | -,503** | -,492** | ,795** | ,998** | X |
| N | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 |

Tabela 8: Correlações entre eficiência e rácios financeiros (elaboração própria)

A tabela 8 permite também deduzir que o desempenho de uma empresa de seguros ao nível da eficiência não deve ser unicamente baseada no lucro das seguradoras, pois tanto o ativo, o passivo e o capital próprio apresentam valores baixos de correlação com a eficiência. E isto simboliza que uma empresa que obtém um lucro considerável pode não aproveitar ao máximo os recursos disponíveis.

| | Correlações Seguradoras Unidas | | | | | |
|---------------------------|--------------------------------|---------------------------|----------------------|----------------------|--------|---------|
| | Eficiência (EF) | Autonomia Financeira (AF) | Solvabilidade (SOLV) | Capital Próprio (CP) | Ativos | Passivo |
| Eficiência (EF) | X | ,132 | ,137 | -,078 | -,432 | -,413 |
| Autonomia Financeira (AF) | ,132 | X | ,997** | ,933** | -,189 | -,431 |
| Solvabilidade (SOLV) | ,137 | ,997** | X | ,935** | -,190 | -,433 |
| Capital Próprio (CP) | -,078 | ,933** | ,935** | X | ,122 | -,138 |
| Ativos | -,432 | -,189 | -,190 | ,122 | X | ,966** |
| Passivo | -,413 | -,431 | -,433 | -,138 | ,966** | X |
| N | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 |

*Correlação é significativa a um nível de significância 0,05

** Correlação é significativa a um nível de significância 0,01

Tabela 9: Correlações entre eficiência e rácios financeiros das Seguradoras Unidas (elaboração própria)

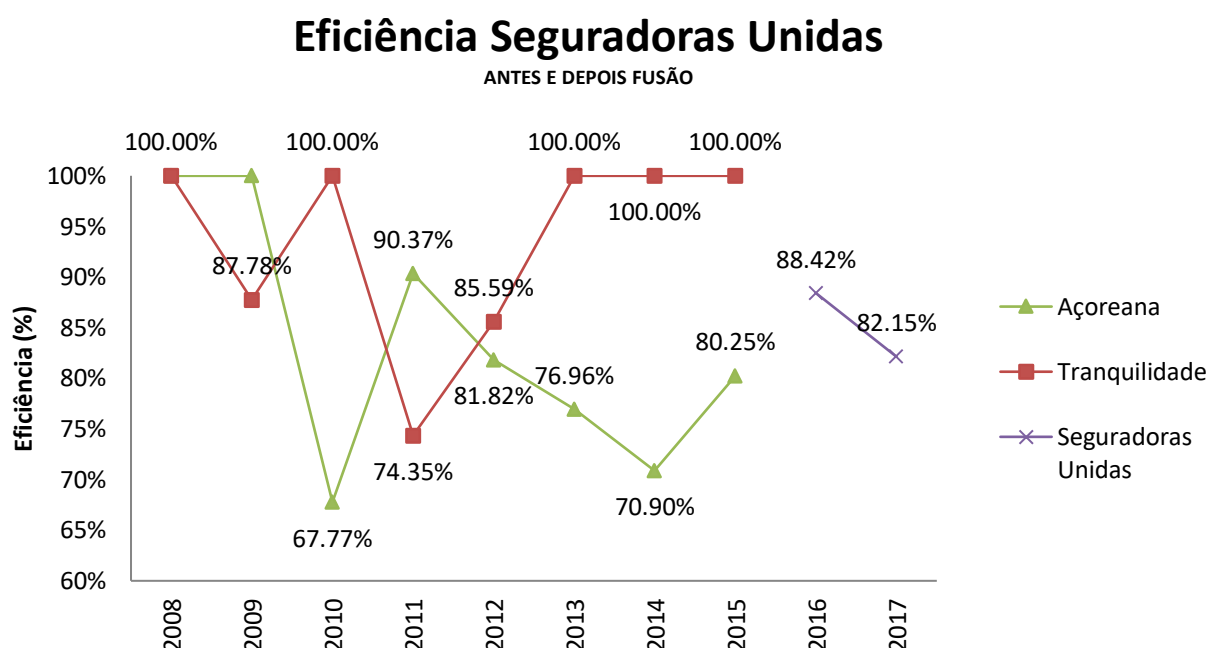
A tabela 9 apresenta os valores da correlação de *Pearson* da eficiência e os rácios financeiros das Seguradoras Unidas (antes e pós-fusão). Para esta correlação foram utilizadas 18 DMU's, 8 da Tranquilidade, 8 da Açoreana e 2 das Seguradoras Unidas, num período de 10 de anos (entre 2008 e 2017, inclusive). À semelhança da tabela 8, a eficiência das Seguradoras Unidas, Tranquilidade e Açoreana têm baixa correlação com os rácios de autonomia financeira (0,132) e solvabilidade (0,137), servindo assim para frisar que a *performance* das seguradoras não deve ser exclusivamente estimada pelo nível dos seus rendimentos brutos, ativos e passivos.

De modo geral, as fusões e aquisições levaram ao aumento da autonomia financeira a curto prazo e conseqüentemente ao aumento de solvabilidade, pois o rácio de solvabilidade está fortemente correlacionado com o rácio da autonomia financeira (tabela 8 e 9).

Em suma, a eficiência não é globalmente explicada pelos valores dos rácios financeiros, as empresas que têm melhores rácios financeiros dentro do setor dos seguros nem sempre conseguem atingir o valor da eficiência com base no modelo DEA BCC na orientação ao *output* no período de amostragem. Após o processo de fusão e aquisição, as empresas que são eficientes permanecem como eficientes e as que são tecnicamente ineficientes continuam

como ineficientes, sem grande influência dos rácios financeiros na diferenciação de seguradoras eficientes e seguradoras ineficientes.

4.3 - Eficiência das Seguradoras Unidas



| | Tranquilidade | | Retorno de Escala | Açoreana | | Retorno de Escala | Seguradoras Unidas | | Retorno de Escala |
|------|---------------|-------------|-------------------|----------|-------------|-------------------|--------------------|-------------|-------------------|
| 2008 | 100,00% | Eficiente | Crescente | 100,00% | Eficiente | Decrescente | - | - | - |
| 2009 | 87,78% | Ineficiente | Crescente | 100,00% | Eficiente | Decrescente | - | - | - |
| 2010 | 100,00% | Eficiente | Decrescente | 67,77% | Ineficiente | Decrescente | - | - | - |
| 2011 | 74,35% | Ineficiente | Crescente | 90,37% | Ineficiente | Crescente | - | - | - |
| 2012 | 85,59% | Ineficiente | Crescente | 81,82% | Ineficiente | Crescente | - | - | - |
| 2013 | 100,00% | Eficiente | Crescente | 76,96% | Ineficiente | Crescente | - | - | - |
| 2014 | 100,00% | Eficiente | Crescente | 70,90% | Ineficiente | Crescente | - | - | - |
| 2015 | 100,00% | Eficiente | Decrescente | 80,25% | Ineficiente | Decrescente | - | - | - |
| 2016 | - | - | - | - | - | - | 88,42% | Ineficiente | Crescente |
| 2017 | - | - | - | - | - | - | 82,15% | Ineficiente | Crescente |

Gráfico 7: Modelo DEA - BCC output para as Seguradoras Unidas (elaboração própria)

A Tranquilidade foi eficiente nos anos de 2008, 2010, 2013, 2014 e 2015. A Açoreana apenas obteve a eficiência relativa nos anos de 2008 e 2009. Deste modo apenas 38,89% das DMU's são eficientes e os restantes 61,11% são representados por DMU's ineficientes.

No gráfico 7 pode-se ver a linha de evolução da eficiência da Tranquilidade, que não tem um crescimento constante até a 2013. Apesar de ter começado como uma seguradora

eficiente em 2008, no ano seguinte diminuiu, voltando a subir e diminuir nos dois anos seguintes, até atingir a eficiência em 2013, que se manteve até a fusão com Açoreana.

No caso da Açoreana, desde 2010 está abaixo do valor da fronteira de eficiência, com valor mínimo de ineficiência de 67,77% (2010) e máximo de 90,37% (2011). A Seguradoras Unidas apresentou-se ineficiente nos dois anos da sua formação.

Em relação a análise dos *benchmarks* das DMU's ineficientes, a Fidelidade foi a seguradora que mais serviu de referência no modelo BCC para as Seguradoras Unidas (2016-2017), para Tranquilidade (nos anos de 2009, 2011 e 2012), e para Açoreana (nos anos de 2010, 2011, 2012 e 2014).

Segundo o modelo BCC com orientação *output* em 2016, as Seguradoras Unidas deveriam aumentar a produção de seguros diretos de modo a atingir a eficiência relativa, e manter os ativos e os custos com o pessoal, seguindo como referência a Allianz, a Fidelidade e a Ocidental. Em 2017 deveria ter sido reduzido em 50,62% os custos com o pessoal aumentando em 21,73% a produção de seguros diretos, tendo como referência a Allianz e Fidelidade. Ou seja, não existe ganho de eficiência com a fusão da Açoreana Seguros na Companhia de Seguros Tranquilidade, pois por meio do processo fusão por incorporação não foi gerado um crescimento ao nível da eficiência para a empresa resultante do processo.

Conclusões e Desenvolvimentos Futuros

Esta dissertação insere-se no esforço para desenvolver e consolidar o cariz teórico e metodológico da avaliação das companhias de seguros e estimular o debate acerca da utilização de indicadores aplicáveis ao mercado segurador. E teve como objetivo a construção de indicadores quantitativos da eficiência técnica operacionalmente aplicáveis.

Os indicadores permitiram identificar as seguradoras eficientes na transformação de seus recursos em resultados traduzidos pela fronteira de eficiência, avaliar a ineficiência das restantes seguradoras relação à fronteira de eficiência, e identificar estratégias visando o aumento da produtividade das seguradoras.

Os valores obtidos pela DEA permitiram classificar cada empresa como eficiente ou ineficiente e estimar o crescimento potencial na produção de resultados em cada empresa ineficiente. A característica de agregar indicadores de avaliação sem a necessidade atribuir pesos relativos faz com que a técnica DEA seja utilizada no tratamento da informação recolhida nos processos de avaliação interna de uma empresa.

Podemos aceitar a hipótese “Não existem ganhos de eficiência com a fusão da Açoreana Seguros na Companhia de Seguros Tranquilidade”, pois a análise da eficiência do Mercado Segurador Português demonstra que a fusão da Tranquilidade com a Açoreana deu origem a uma companhia ineficiente do ponto de vista técnico - Seguradoras Unidas, devido a utilização excessiva de *inputs* para obtenção do *output*.

Com base nos resultados obtidos, para que as Seguradoras Unidas em 2017 atingissem a eficiência relativa seria necessário um aumento de 21,73% da produção de seguros, e diminuição em 50,62% em custos com o pessoal, mantendo o valor dos ativos. Enquanto no ano anterior (2016) apenas necessitava aumentar a produção de seguros direto para ser eficiente com base no modelo DEA BCC *output*, e essa necessidade derivava dos valores baixos de produção da Companhia de Seguros Açoreana no ano anterior à fusão. Porém apesar não ter alcançado a eficiência, as Seguradoras Unidas aumentou a quota de mercado de produção de seguros diretos com o processo de fusão, passando a ser a número dois na quota de mercado de produção de seguros do ramo não vida.

A diminuição da eficiência devido ao crescimento excessivo em dimensão pode representar uma realidade nos próximos anos para as Seguradoras Unidas, por isso será

necessário encontrar possibilidades de melhoria da eficiência, em vez de procurar mais crescimento externo da própria empresa.

Em suma, a técnica DEA não se revelou totalmente suficiente para validar a eficiência das seguradoras, pois se limita à informação presente nas variáveis selecionadas sem refletir a informação direta dos objetivos institucionais das empresas. É importante referir que para obtenção de resultados mais credíveis seria necessário analisar mais períodos temporais pós-fusão, pois segundo Boubakri, Dionne & Triki (2006) as transações F&A criam valor as empresas adquirentes a longo prazo, uma vez que os retornos anormais de compra e retenção são positivos e significativos após três anos.

A aplicação da metodologia foi dificultada na fase da obtenção dos dados. Os dados no portal da ASF e APS, fontes oficiais, para as diferentes seguradoras apresentavam valores ligeiramente distintos e organizados de forma diferente, o que abrigou a formar uma base dados baseada em todos os Relatórios e Contas das seguradoras que constavam na amostra. Ao recolher os dados nos respetivos Relatórios e Contas foi necessário reduzir o horizonte temporal que iria ser trabalhado, uma vez que nem todas as seguradoras dispunham de Relatório e Contas com um horizonte temporal superior a 10 anos. No tratamento de dados foi também indispensável agregar os valores da Companhia de Seguros Logo e da T-vida na Tranquilidade, e agregar os valores do ramo vida e não vida das companhias de seguros Ocidental e Ageas, que contavam com Relatórios e Contas separadas para cada ramo.

Para futuras investigações recomenda-se a utilização horizontes temporais mais amplos no período pós-fusão com o objetivo de alcançar resultados mais significativos, e o uso de mais companhias de seguros na amostra. Não deixando de lado a possibilidade de utilizar outras variáveis mais específicas da área de seguros, como por exemplo, custo com sinistros, provisões técnicas líquidas de resseguro e custos de gestão de investimentos. Sugere-se também uma confrontação dos resultados obtidos do modelo DEA-BCC com outros modelos, que pode de certa forma contribuir para o aumento da credibilidade dos resultados alcançados.

Como recomendação final, a comparação da eficiência das seguradoras que operam no mercado segurador português, que é constituído maioritariamente por companhias estrangeiras, com a eficiência das mesmas empresas no mercado de origem seria interessante para futuras análises.

Bibliografia

Artigos

Akhigbe, A & Madura, J., 2001, “*Intra-industru signals resulting from insurance company mergers*”, The Journal of Risk and Insurance Vol. 68, No. 3 (Sep., 2001), pp. 489-505.

Barniv, R. & Hathorn, J. (1997). *The Merger or Insolvency Alternative in the Insurance Industry*. The Journal of Risk and Insurance Vol. 64, No. 1 (Mar., 1997), pp. 89-113.

Boubakri, N., Dionne, G. & Triki, T. (2006). *Consolidation and Value Creation in The Insurance Industry: The Role of Governance*. Canada Research Chair in Risk Management- Working paper 06-08 (Jun., 2006).

Camargos, M. & Barbosa, F. (2009). *Fusões e Aquisições de empresas Brasileiras: criação de valor e sinergia operacionais*. Revista de Administração de Empresas, Vol. 49, No. 2 (Abr./Jun. 2009), pp. 206-220.

Camargos, M., Romero, J. & Barbosa, F. (2008). *Análise empírica da prática de insider trading em processos de fusões e aquisições recentes na economia brasileira*. Revista de Gestão Vol. 15 No. 4, art. 4, pp. 55-70.

Cummins, J. & Misas, M. (2001). *Deregulation, Consolidation, and Efficiency: Evidence From the Spanish Insurance Industry*. University of Pennsylvania.

Cummins, J. & Xie, X. (2011). *Efficiency, Productivity, and Scale Economies in the U.S. Property-Liability Insurance Industry*. Journal of Productivity Analysis Vol. 39, No. 2, pp. 141–164.

Cummins, J., Misas, M. & Vencappa, D. (2016). *Competition, Efficiency and Soundness in European life insurance markets*. Journal of Financial Stability Vol. 28, No. 1.

Cummins, J., Santomero, A. (1999). *Efficiency in the U.S. Life Insurance Industry: Are Insurers Minimizing Costs and Maximizing Revenues?*. Kluwer Academic Publishers - Changes in the Life Insurance Industry: Efficiency, Technology, and Risk Management. 75-115.

Cummins, J., Tennyson, S. & Weiss, M. (1998). *Consolidation and efficiency in the U.S. life insurance industry*. Center for Financial Institutions Working Papers (Aug, 1998), Wharton School Center for Financial Institutions.

Cummins, J., & Weiss, M. (2000). *The Global Market for Reinsurance: Consolidation, Capacity, and Efficiency*. Brookings-Wharton Papers on Financial Services. (Jan. 2000) pp. 159-222.

Cummins, J., Weiss, M., & Klumpes, P. (2008). *Mergers and Acquisitions in European and US Insurance - Industries: Information asymmetry and valuation effects*. Temple University Philadelphia e Imperial College London.

Cummins, J., Weiss, M., & Klumpes, P. (2014). *Mergers and Acquisitions in the Global - Industry: Valuation Effects*. Fox School of Business Research Paper No. 15-64, (Dec. 2014).

Farrell, M. (1957). *The Measurement of Productive Efficiency*. Journal of the Royal Statistical Society Vol. 120, No. 3 (1957), pp. 253-290.

Gonzalez, M. & Trujillo, L. (2009). *Efficiency Measurement in the Port Industry: A Survey of the Empirical Evidence*. Journal of Transport Economics and Policy Vol. 43, No. 2 (May. 2009), pp. 157-192.

Junior, T & Ikeda, R. (2004). *Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais*. Revista de Contabilidade & Finanças Vol.15, No. 34 (Jan./Apr. 2004).

Mello, J., Gomes, E., Abreu, U., Carvalho, T.& Zen, S. (2013). *Análise de desempenho de sistemas de produção modais de pecuária de cria no Brasil*. Produção Vol. 23, No. 4 (Out./Dez. 2013), pp. 877-886.

Relatórios

Associação Portuguesa de Seguradores (2011). *Panorama de mercado10/11*. Lisboa.

Associação Portuguesa de Seguradores (2012). *Panorama de mercado11/12*. Lisboa.

Associação Portuguesa de Seguradores (2013). *Panorama de mercado12/13*. Lisboa.

- Associação Portuguesa de Seguradores (2014). *Panorama de mercado13/14*. Lisboa.
- Associação Portuguesa de Seguradores (2015). *Panorama de mercado14/15*. Lisboa.
- Associação Portuguesa de Seguradores (2016). *Panorama de mercado15/16*. Lisboa.
- Associação Portuguesa de Seguradores (2017). *Panorama de mercado16/17*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Açoreana (2008). *Relatórios e Contas 2008*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Açoreana (2009). *Relatórios e Contas 2009*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Açoreana (2010). *Relatórios e Contas 2010*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Açoreana (2011). *Relatórios e Contas 2011*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Açoreana (2012). *Relatórios e Contas 2012*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Açoreana (2013). *Relatórios e Contas 2013*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Açoreana (2014). *Relatórios e Contas 2014*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Açoreana (2015). *Relatórios e Contas 2015*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Tranquilidade (2008). *Relatórios e Contas Tranquilidade/T-vida'08*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Tranquilidade (2009). *Relatórios e Contas Tranquilidade/T-vida'09*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Tranquilidade (2010). *Relatórios e Contas Tranquilidade/T-vida'10*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Tranquilidade (2011). *Relatórios e Contas Tranquilidade/T-vida'11*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Tranquilidade (2012). *Relatórios e Contas Tranquilidade/T-vida'12*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Tranquilidade (2013). *Relatórios e Contas Tranquilidade/T-vida'13*. Lisboa.
- Companhia de Seguros Tranquilidade (2014). *Relatórios e Contas Tranquilidade/T-vida'14*. Lisboa.

Companhia de Seguros Tranquilidade (2015). *Relatórios e Contas Tranquilidade/T-vida'15*. Lisboa.

Seguradoras Unidas (2016). *Relatórios sobre Solvência e a Situação Financeira 2016*. Lisboa.

Seguradoras Unidas (2017). *Relatórios e Contas – Contas individuais 2017*. Lisboa.

Seguros Logo (2008). *Relatórios e Contas 2008*. Lisboa.

Seguros Logo (2009). *Relatórios e Contas 2009*. Lisboa.

Seguros Logo (2010). *Relatórios e Contas 2010*. Lisboa.

Seguros Logo (2011). *Relatórios e Contas 2011*. Lisboa.

Seguros Logo (2012). *Relatórios e Contas 2012*. Lisboa.

Seguros Logo (2013). *Relatórios e Contas 2013*. Lisboa.

Seguros Logo (2014). *Relatórios e Contas 2014*. Lisboa.

Seguros Logo (2015). *Relatórios e Contas 2015*. Lisboa.

Livros

Coll, V. & Blasco, O. (2006). *Evaluación de la eficiencia mediante el análisis envolvente de datos. Introducción a los modelos básicos*. Valencia: Edición electrónica.

Cunha, C. (2005). *Controlo das concentrações de empresas: direito comunitário e direito português*. Coimbra: Almedina.

Ferreira, D. (2017). *Fusões, Aquisições, Cisões e Outras Reestruturações de Empresas – Criação de Valor, Sinergias e Sucessos*. Lisboa: Editora Rei dos Livros.

Matos, P., & Rodrigues, V. (2000). *Fusões e aquisições – motivações, efeitos e política*. Lisboa: Editora Principia.

Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. (1995). *Administração Financeiro - Corporate Finance*. São Paulo: Atlas.

Referências retiradas de sítios da internet

Belloni, J. (2000). *Uma Metodologia de Avaliação da Eficiência Produtiva de Universidades Federais Brasileiras*. Tese apresentada ao Departamento Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina para obtenção do grau de mestre, orientada por Jair dos Santos Lapa, Florianópolis.

Jubran, A & Jubran, L. (2010). *Simulação e análise da eficiência na gestão municipal suportadas por Data Envelopment Analysis*. PLURIS 2010 - Congresso Luso-Brasileiro para o Planeamento Urbano, Regional, Integrado e Sustentável.

Minadeo, R. & Camargos, M. (2007). *Fusões e aquisições na indústria petroquímica: uma análise aquisição da Ipiranga pelo consórcio Petrobrás-Braskem-Ultra*. Conference: SEGET-IV Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia – Associação Educacional Dom Bosco – AEDB 22, 23 e 24 de Out./2007, Rio de Janeiro, Vol. I.

Apêndices

Apêndice I - Número de processos de concentrações analisadas pela AdC no mercado segurador

| Ano | Nome do processo |
|------|--|
| 2004 | <ul style="list-style-type: none"> • PORTUGAL TELECOM, SGPS, S.A. / PREVISÃO, SGFP, S.A. • CAIXA SEGUROS/NHC BCP SEGUROS |
| 2005 | <ul style="list-style-type: none"> • AXA AURORA/SEGURO DIRECTO GERE • EUROVIDA / GRUPOS BNC / AVIVA • MDS/UNIBROKER/BECIM • BNC/EUROVIDA • AXA AURORA/SEGURO DIRECTO GERE |
| 2006 | <ul style="list-style-type: none"> • BCP/BPI |
| 2008 | <ul style="list-style-type: none"> • TRANQUILIDADE/UHG/ADVANCECARE |
| 2009 | <ul style="list-style-type: none"> • RENTIPAR / GLOBAL SEGUROS/GLOBAL VIDA • LUSITÂNIA/REAL SEGUROS |
| 2010 | <ul style="list-style-type: none"> • MDS*SALVADOR CAETANO AUTO/CORAL |
| 2011 | <ul style="list-style-type: none"> • CNP*CNP BVP / CARTEIRA DE SEGUROS ALICO |
| 2012 | <ul style="list-style-type: none"> • MONTEPIO GERAL/FINIBANCO VIDA • BES/BES-Vida |
| 2014 | <ul style="list-style-type: none"> • COSEC/MAPFRE • FIDELIDADE/ESPIRITO SANTO SAÚDE • COFIDIS/BANIF MAIS |
| 2017 | <ul style="list-style-type: none"> • OCIDENTAL/3SHOPPINGS |

Apêndice II - Dados utilizados no programa Frontier Analyst Application

| DMU's | Custos com o Pessoal | Ativos | Produção de Seguros Diretos |
|--------------------|----------------------|-------------|-----------------------------|
| Fidelidade2008 | 95053564 | 11385665155 | 3339182 |
| Ocidental2008 | 18102423 | 10885413553 | 2416602 |
| Tranquilidade2008 | 39559000 | 973075000 | 732409 |
| Açoreana2008 | 28165971 | 915519026 | 495277 |
| Allianz2008 | 32377462 | 1091250990 | 427263 |
| LibertySeguros2008 | 20853312 | 660132062 | 190116 |
| AgeasPortugal2008 | 34121535 | 1961236480 | 572907 |

| DMU's | Custos com o Pessoal | Ativos | Produção de Seguros Diretos |
|--------------------|----------------------|-------------|-----------------------------|
| Fidelidade2009 | 83509634 | 12873757205 | 3810945 |
| Ocidental2009 | 18844702 | 12676602333 | 2360622 |
| Tranquilidade2009 | 38642000 | 998556000 | 422136 |
| Açoreana2009 | 26927862 | 875248491 | 446351 |
| Allianz2009 | 30387916 | 1183493457 | 446234 |
| LibertySeguros2009 | 18112714 | 682425363 | 187054 |
| AgeasPortugal2009 | 37061286 | 2029628691 | 564807 |

| DMU's | Custos com o Pessoal | Ativos | Produção de Seguros Diretos |
|--------------------|----------------------|-------------|-----------------------------|
| Fidelidade2010 | 94889719 | 13057276171 | 5056153 |
| Ocidental2010 | 21082221 | 12575508452 | 1934947 |
| Tranquilidade2010 | 37459000 | 1148225000 | 511278 |
| Açoreana2010 | 38294173 | 1385884819 | 406059 |
| Allianz2010 | 33562182 | 1167200932 | 475725 |
| LibertySeguros2010 | 20113602 | 686808221 | 197800 |
| AgeasPortugal2010 | 31596758 | 1995488093 | 567637 |

| DMU's | Custos com o Pessoal | Ativos | Produção de Seguros Diretos |
|--------------------|----------------------|-------------|-----------------------------|
| Fidelidade2011 | 131701217 | 12849441314 | 3319460 |
| Ocidental2011 | 21262095 | 11053387126 | 1287191 |
| Tranquilidade2011 | 36819000 | 1345814000 | 408076 |
| Açoreana2011 | 37868898 | 1250884431 | 475349 |
| Allianz2011 | 28497161 | 1121847894 | 494928 |
| LibertySeguros2011 | 21875509 | 678792409 | 240647 |
| AgeasPortugal2011 | 34342047 | 1868612597 | 542914 |

| DMU's | Custos com o Pessoal | Ativos | Produção de Seguros Diretos |
|-------------------|----------------------|-------------|-----------------------------|
| Fidelidade2012 | 130688550 | 12838177696 | 3150593 |
| Ocidental2012 | 22297087 | 11403229236 | 981347 |
| Tranquilidade2012 | 36267000 | 1214048000 | 443914 |
| Açoreana2012 | 33626701 | 1256294689 | 432188 |
| Allianz2012 | 26167034 | 1150378716 | 504246 |

| | | | |
|--------------------|----------|------------|--------|
| LibertySeguros2012 | 22251393 | 709908847 | 258724 |
| AgeasPortugal2012 | 31254186 | 1863074691 | 425362 |

| DMU's | Custos com o Pessoal | Ativos | Produção de Seguros Diretos |
|--------------------|----------------------|-------------|-----------------------------|
| Fidelidade2013 | 141303279 | 12625942088 | 3478557 |
| Ocidental2013 | 19397293 | 11077824496 | 1714673 |
| Tranquilidade2013 | 36909000 | 909469000 | 450388 |
| Açoreana2013 | 32333407 | 1166363383 | 406817 |
| Allianz2013 | 26552181 | 1215508198 | 543554 |
| LibertySeguros2013 | 21588010 | 684294199 | 263084 |
| AgeasPortugal2013 | 30995887 | 1766584469 | 412099 |

| DMU's | Custos com o Pessoal | Ativos | Produção de Seguros Diretos |
|--------------------|----------------------|-------------|-----------------------------|
| Fidelidade2014 | 172362496 | 14102067122 | 3959905 |
| Ocidental2014 | 21638598 | 10648896401 | 1590901 |
| Tranquilidade2014 | 41378000 | 692644000 | 426618 |
| Açoreana2014 | 31344618 | 1189645067 | 390426 |
| Allianz2014 | 26568619 | 1251735443 | 564529 |
| LibertySeguros2014 | 22174811 | 707061133 | 269085 |
| AgeasPortugal2014 | 25696909 | 1809296459 | 409541 |

| DMU's | Custos com o Pessoal | Ativos | Produção de Seguros Diretos |
|--------------------|----------------------|-------------|-----------------------------|
| Fidelidade2015 | 273154493 | 15092905039 | 3719002 |
| Ocidental2015 | 20757982 | 10620510794 | 1792753 |
| Tranquilidade2015 | 36448000 | 765192000 | 382227 |
| Açoreana2015 | 29843957 | 989553427 | 394815 |
| Allianz2015 | 28820144 | 1210848673 | 621809 |
| LibertySeguros2015 | 23217336 | 693220074 | 286650 |
| AgeasPortugal2015 | 21793052 | 1702779415 | 376231 |

| DMU's | Custos com o Pessoal | Ativos | Produção de Seguros Diretos |
|-----------------------|----------------------|-------------|-----------------------------|
| Fidelidade2016 | 297493108 | 15896943229 | 3452265 |
| Ocidental2016 | 23464196 | 10485491953 | 1693757 |
| SeguradorasUnidas2016 | 34503000 | 2210768000 | 726367 |

| | | | |
|--------------------|----------|------------|--------|
| Allianz2016 | 30791628 | 1240850037 | 698092 |
| LibertySeguros2016 | 24876274 | 751466074 | 323112 |
| AgeasPortugal2016 | 23433435 | 1696127528 | 381597 |

| DMU's | Custos com o Pessoal | Ativos | Produção de Seguros Diretos |
|-----------------------|----------------------|-------------|-----------------------------|
| Fidelidade2017 | 303116112 | 17286302507 | 3499844 |
| Ocidental2017 | 24131346 | 11211133291 | 1738347 |
| SeguradorasUnidas2017 | 97664000 | 2232308000 | 736246 |
| Allianz2017 | 32498535 | 1303220461 | 735513 |
| LibertySeguros2017 | 25963776 | 797814188 | 347407 |
| AgeasPortugal2017 | 22705591 | 1714321861 | 390392 |

Apêndice III - Resultados obtidos no programa Frontier Analyst Application

| | CCR -eficiência produtiva | | BCC Output (%) - eficiência técnica | | RTS - BCC OUTPUT |
|--------------------|---------------------------|-------------|-------------------------------------|-------------|------------------|
| Fidelidade2008 | 93,70% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Ocidental2008 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Constante |
| Tranquilidade2008 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Açoreana2008 | 87,52% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| Allianz2008 | 64,91% | Ineficiente | 69,39% | Ineficiente | Decrescente |
| LibertySeguros2008 | 45,76% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| AgeasPortugal2008 | 66,97% | Ineficiente | 68,60% | Ineficiente | Decrescente |
| Fidelidade2009 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Ocidental2009 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Tranquilidade2009 | 82,90% | Ineficiente | 87,78% | Ineficiente | Crescente |
| Açoreana2009 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| Allianz2009 | 81,10% | Ineficiente | 83,75% | Ineficiente | Crescente |
| LibertySeguros2009 | 55,93% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| AgeasPortugal2009 | 69,60% | Ineficiente | 73,35% | Ineficiente | Crescente |
| Fidelidade2010 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Ocidental2010 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| Tranquilidade2010 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| Açoreana2010 | 67,53% | Ineficiente | 67,77% | Ineficiente | Decrescente |
| Allianz2010 | 93,39% | Ineficiente | 98,64% | Ineficiente | Decrescente |
| LibertySeguros2010 | 65,81% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| AgeasPortugal2010 | 69,92% | Ineficiente | 76,27% | Ineficiente | Decrescente |
| Fidelidade2011 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Ocidental2011 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Constante |
| Tranquilidade2011 | 68,70% | Ineficiente | 74,35% | Ineficiente | Crescente |

| | | | | | |
|-----------------------|---------|-------------|---------|-------------|------------------|
| Açoreana2011 | 86,10% | Ineficiente | 90,37% | Ineficiente | Crescente |
| Allianz2011 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| LibertySeguros2011 | 80,40% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| AgeasPortugal2011 | 81,50% | Ineficiente | 81,95% | Ineficiente | Decrescente |
| Fidelidade2012 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| Ocidental2012 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| Tranquilidade2012 | 83,42% | Ineficiente | 85,59% | Ineficiente | Crescente |
| Açoreana2012 | 78,48% | Ineficiente | 81,82% | Ineficiente | Crescente |
| Allianz2012 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| LibertySeguros2012 | 83,14% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| AgeasPortugal2012 | 65,86% | Ineficiente | 66,38% | Ineficiente | Decrescente |
| Fidelidade2013 | 94,30% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Ocidental2013 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Tranquilidade2013 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Açoreana2013 | 75,46% | Ineficiente | 76,96% | Ineficiente | Crescente |
| Allianz2013 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| LibertySeguros2013 | 81,44% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| AgeasPortugal2013 | 60,65% | Ineficiente | 61,40% | Ineficiente | Crescente |
| Fidelidade2014 | 90,72% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Ocidental2014 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Tranquilidade2014 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Açoreana2014 | 69,39% | Ineficiente | 70,90% | Ineficiente | Crescente |
| Allianz2014 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| LibertySeguros2014 | 76,97% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| AgeasPortugal2014 | 66,45% | Ineficiente | 68,69% | Ineficiente | Decrescente |
| Fidelidade2015 | 58,18% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Ocidental2015 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| Tranquilidade2015 | 97,27% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| Açoreana2015 | 77,69% | Ineficiente | 80,25% | Ineficiente | Decrescente |
| Allianz2015 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| LibertySeguros2015 | 80,52% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| AgeasPortugal2015 | 65,00% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| Fidelidade2016 | 47,81% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Ocidental2016 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| SeguradorasUnidas2016 | 82,34% | Ineficiente | 88,42% | Ineficiente | Crescente |
| Allianz2016 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| LibertySeguros2016 | 76,43% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| AgeasPortugal2016 | 61,27% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| Fidelidade2017 | 46,93% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Crescente |
| Ocidental2017 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| SeguradorasUnidas2017 | 58,44% | Ineficiente | 82,15% | Ineficiente | Crescente |
| Allianz2017 | 100,00% | Eficiente | 100,00% | Eficiente | Constante |
| LibertySeguros2017 | 77,16% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |

| | | | | | |
|-------------------|--------|-------------|---------|-----------|----------------------|
| AgeasPortugal2017 | 64,27% | Ineficiente | 100,00% | Eficiente | Decrescente |
| | | | | | 31-Retorno Crescente |
| | | | | | 3-Constante |
| Média | 83,55% | | 93,16% | | 34-Decrescente |
| Média (2008-2012) | | | 91,60% | | |
| Média (2013-2017) | | | 94,81% | | |

Apêndice IV - *Benchmarks* das DMU'S ineficientes

| Potenciais Melhorias | | | |
|---------------------------------|--------------|--------------|----------------------|
| 69,39% Allianz2008 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1091250990 | 1091250990 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 32377462 | 32377462 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 427262,54 | 615776,91 | 44,12% |
| Referências | | | |
| Açoreana2008 | | | |
| Ocidental2008 | | | |
| Tranquilidade2008 | | | |
| 68,60% AgeasPortugal2008 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1961236480 | 1961236480 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 34121535 | 34121535 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 572907,27 | 835195,89 | 45,78% |
| Referências | | | |
| Açoreana2008 | | | |
| Ocidental2008 | | | |
| Tranquilidade2008 | | | |
| 87,78% Tranquilidade2009 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 998556000 | 998556000 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 38642000 | 27509347,4 | -28,81% |
| Produção de Seguros Diretos | 422135,51 | 480928,65 | 13,93% |
| Referências | | | |
| Açoreana2009 | | | |
| Fidelidade2009 | | | |
| 83,75% Allianz2009 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1183493457 | 1183493457 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 30387916 | 28381463,2 | -6,60% |
| Produção de Seguros Diretos | 446233,81 | 532788,38 | 19,40% |
| Referências | | | |
| Açoreana2009 | | | |
| Fidelidade2009 | | | |

| | | | |
|---------------------------------|--------------|--------------|----------------------|
| 73,35% AgeasPortugal2009 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 2029628691 | 2029628691 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 37061286,4 | 32371611,6 | -12,65% |
| Produção de Seguros Diretos | 564807,34 | 770059,69 | 36,34% |
| Referências | | | |
| Açoreana2009 | | | |
| Fidelidade2009 | | | |
| 67,77% Açoreana2010 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1385884819 | 1385884819 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 38294173 | 38294173 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 406058,95 | 599151,25 | 47,55% |
| Referências | | | |
| Fidelidade2010 | | | |
| LibertySeguros2010 | | | |
| Tranquilidade2010 | | | |
| 98,64% Allianz2010 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1167200932 | 1167200932 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 33562182 | 33562182 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 475724,63 | 482280,67 | 1,38% |
| Referências | | | |
| Fidelidade2010 | | | |
| LibertySeguros2010 | | | |
| Tranquilidade2010 | | | |
| 76,27% AgeasPortugal2010 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1995488093 | 1995488093 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 31596758 | 31596758 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 567637,11 | 744229,35 | 31,11% |
| Referências | | | |
| Fidelidade2010 | | | |
| LibertySeguros2010 | | | |
| Tranquilidade2010 | | | |
| 74,35% Tranquilidade2011 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1345814000 | 1345814000 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 36819000 | 30468086,3 | -17,25% |
| Produção de Seguros Diretos | 408076,06 | 548868,96 | 34,50% |
| Referências | | | |
| Allianz2011 | | | |
| Fidelidade2011 | | | |
| 90,37% Açoreana2011 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1250884431 | 1250884431 | 0,00% |

| | | | |
|---------------------------------|--------------|--------------|----------------------|
| Custos com o Pessoal | 37868898 | 29632696,1 | -21,75% |
| Produção de Seguros Diretos | 475349,31 | 526005,65 | 10,66% |
| Referências | | | |
| Allianz2011 | | | |
| Fidelidade2011 | | | |
| 81,95% AgeasPortugal2011 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1868612597 | 1868612597 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 34342047 | 34342047 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 542913,78 | 662497,81 | 22,03% |
| Referências | | | |
| Allianz2011 | | | |
| Fidelidade2011 | | | |
| Ocidental2011 | | | |
| 85,59% Tranquilidade2012 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1214048000 | 1214048000 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 36267000 | 26736415 | -26,28% |
| Produção de Seguros Diretos | 443913,99 | 518662,17 | 16,84% |
| Referências | | | |
| Allianz2012 | | | |
| Fidelidade2012 | | | |
| 81,82% Açoreana2012 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1256294689 | 1256294689 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 33626701 | 27114218,2 | -19,37% |
| Produção de Seguros Diretos | 432187,94 | 528227,65 | 22,22% |
| Referências | | | |
| Allianz2012 | | | |
| Fidelidade2012 | | | |
| 66,38% AgeasPortugal2012 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1863074691 | 1863074691 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 31254186 | 31254186 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 425362,46 | 640787,48 | 50,65% |
| Referências | | | |
| Allianz2012 | | | |
| Fidelidade2012 | | | |
| Ocidental2012 | | | |
| 76,96% Açoreana2013 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1166363383 | 1166363383 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 32333407 | 28215314,2 | -12,74% |
| Produção de Seguros Diretos | 406816,56 | 528592,86 | 29,93% |
| Referências | | | |
| Allianz2013 | | | |

| | | | |
|-------------------------------------|--------------|--------------|----------------------|
| Tranquilidade2013 | | | |
| 61,40% AgeasPortugal2013 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1766584469 | 1766584469 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 30995887 | 30995887 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 412099,42 | 671196,81 | 62,87% |
| Referências | | | |
| Allianz2013 | | | |
| Fidelidade2013 | | | |
| Ocidental2013 | | | |
| 70,90% Açoreana2014 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1189645067 | 1189645067 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 31344618 | 31344618 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 390425,94 | 550666 | 41,04% |
| Referências | | | |
| Allianz2014 | | | |
| Fidelidade2014 | | | |
| Tranquilidade2014 | | | |
| 68,69% AgeasPortugal2014 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 1809296459 | 1809296459 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 25696909 | 25696909 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 409541,12 | 596222,15 | 45,58% |
| Referências | | | |
| Allianz2014 | | | |
| LibertySeguros2014 | | | |
| Ocidental2014 | | | |
| 80,25% Açoreana2015 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 989553427 | 989553427 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 29843957 | 29843957 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 394814,52 | 491971,15 | 24,61% |
| Referências | | | |
| Allianz2015 | | | |
| LibertySeguros2015 | | | |
| Tranquilidade2015 | | | |
| 88,42% SeguradorasUnidas2016 | | | |
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 2210768000 | 2210768000 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 34503000 | 34503000 | 0,00% |
| Produção de Seguros Diretos | 726367,04 | 821479,54 | 13,09% |
| Referências | | | |
| Allianz2016 | | | |
| Fidelidade2016 | | | |
| Ocidental2016 | | | |

| 82,15% Seguradoras Unidas 2017 | | | |
|---------------------------------------|--------------|--------------|----------------------|
| Variáveis | Atual | Alvos | Melhorias (%) |
| Ativos | 2232308000 | 2232308000 | 0,00% |
| Custos com o Pessoal | 97664000 | 48229382 | -50,62% |
| Produção de Seguros Diretos | 736246,44 | 896201,59 | 21,73% |
| Referências | | | |
| Allianz 2017 | | | |
| Fidelidade 2017 | | | |

Anexos

Anexo I - Produção de seguros no ramo vida

| | 2014 | | | 2015 | | | 2016 | | | 2017 | | |
|------------------------------|------------|--------|---------|-----------|--------|---------|-----------|--------|---------|-----------|--------|---------|
| (milhares de Euros) | Montantes | Quota | Ranking | Montantes | Quota | Ranking | Montantes | Quota | Ranking | Montantes | Quota | Ranking |
| Fidelidade | 3 021 613 | 28,9% | 1 | 2 721 925 | 31,4% | 1 | 2 369 753 | 35,5% | 1 | 2 332 325 | 32,9% | 1 |
| Ocidental Vida | 1 352 392 | 13,0% | 4 | 1 533 391 | 17,7% | 3 | 1 408 265 | 21,1% | 2 | 1 433 292 | 20,2% | 2 |
| Santander Totta Seguros Vida | 451 422 | 4,3% | 5 | 142 683 | 1,6% | 9 | 430 901 | 6,5% | 4 | 785 840 | 11,1% | 3 |
| BPI Vida | 2 201 911 | 21,1% | 2 | 1 751 140 | 20,2% | 2 | 488 372 | 7,3% | 3 | 646 436 | 9,1% | 4 |
| Bankinter Seguros de Vida | | | | | | | 140 312 | 2,1% | 11 | 340 977 | 4,8% | 5 |
| Allianz Portugal | 246 797 | 2,4% | 8 | 282 886 | 3,3% | 6 | 323 491 | 4,8% | 5 | 327 134 | 4,6% | 6 |
| Zurich Vida | 111 906 | 1,1% | 13 | 138 851 | 1,6% | 10 | 175 400 | 2,6% | 6 | 181 687 | 2,6% | 7 |
| GNB Seguros Vida | 1 362 872 | 13,1% | 3 | 464 467 | 5,4% | 4 | 152 962 | 2,3% | 9 | 149 239 | 2,1% | 8 |
| Lusitania Vida | 166 105 | 1,6% | 9 | 138 572 | 1,6% | 11 | 162 190 | 2,4% | 8 | 144 991 | 2,0% | 9 |
| Ageas Portugal Vida | 126 485 | 1,2% | 11 | 128 244 | 1,5% | 12 | 116 825 | 1,7% | 12 | 107 630 | 1,5% | 10 |
| Eurovida | 272 593 | 2,6% | 7 | 167 201 | 1,9% | 7 | 144 060 | 2,2% | 10 | 68 938 | 1,0% | 11 |
| Real Vida | 45 446 | 0,4% | 18 | 65 172 | 0,8% | 16 | 62 856 | 0,9% | 15 | 68 382 | 1,0% | 12 |
| Aegon Santander Vida | | | | 53 735 | 0,6% | 18 | 57 510 | 0,9% | 17 | 67 258 | 0,9% | 13 |
| MetLife Europe | 47 523 | 0,5% | 17 | 51 327 | 0,6% | 19 | 52 014 | 0,8% | 18 | 56 412 | 0,8% | 14 |
| Seguradoras Unidas | | | | | | | 80 528 | 1,2% | 14 | 55 385 | 0,8% | 15 |
| CA Vida | 349 948 | 3,4% | 6 | 344 648 | 4,0% | 5 | 168 379 | 2,5% | 7 | 54 644 | 0,8% | 16 |
| Groupama Vida | 39 617 | 0,4% | 20 | 95 652 | 1,1% | 14 | 100 209 | 1,5% | 13 | 47 557 | 0,7% | 17 |
| Mapfre Seguros de Vida | 74 087 | 0,7% | 15 | 64 058 | 0,7% | 17 | 45 215 | 0,7% | 19 | 45 472 | 0,6% | 18 |
| Generali Vida | 68 919 | 0,7% | 16 | 66 491 | 0,8% | 15 | 61 851 | 0,9% | 16 | 41 855 | 0,6% | 19 |
| Liberty Seguros | 24 662 | 0,2% | 21 | 35 796 | 0,4% | 22 | 38 326 | 0,6% | 20 | 35 052 | 0,5% | 20 |
| Victoria Vida | 44 653 | 0,4% | 19 | 42 534 | 0,5% | 21 | 35 328 | 0,5% | 21 | 34 603 | 0,5% | 21 |
| Cardif Vie | 21 088 | 0,2% | 22 | 23 113 | 0,3% | 23 | 25 567 | 0,4% | 22 | 25 574 | 0,4% | 22 |
| BBVA Seguros | 13 787 | 0,1% | 23 | 13 581 | 0,2% | 24 | 13 123 | 0,2% | 23 | 12 614 | 0,2% | 23 |
| Prévoir Vie | 9 688 | 0,1% | 24 | 9 526 | 0,1% | 25 | 9 241 | 0,1% | 24 | 10 850 | 0,2% | 24 |
| Axeria Prevoyance | 6 788 | 0,1% | 26 | 3 147 | 0,0% | 28 | 6 279 | 0,1% | 25 | 7 467 | 0,1% | 25 |
| España | 4 179 | 0,0% | 27 | 3 966 | 0,0% | 27 | 3 646 | 0,1% | 26 | 3 911 | 0,1% | 26 |
| Financial Assurance | 1 603 | 0,0% | 28 | 1 544 | 0,0% | 29 | 2 148 | 0,0% | 27 | 3 317 | 0,0% | 27 |
| P.S.N. | 1 164 | 0,0% | 29 | 1 211 | 0,0% | 30 | 1 610 | 0,0% | 28 | 834 | 0,0% | 28 |
| Açoreana | 124 812 | 1,2% | 12 | 120 257 | 1,4% | 13 | | | | | | |
| Barclays Vida Y Pensiones | 150 336 | 1,4% | 10 | 156 514 | 1,8% | 8 | | | | | | |
| T-Vida | 88 280 | 0,8% | 14 | 42 715 | 0,5% | 20 | | | | | | |
| Finibanco Vida | 8 510 | 0,1% | 25 | 4 922 | 0,1% | 26 | | | | | | |
| | 10 439 185 | 100,0% | | 8 669 272 | 100,0% | | 6 676 361 | 100,0% | | 7 089 677 | 100,0% | |

(APS, 2017)

Anexo II - Produção de seguros no ramo não vida

| (milhares de Euros) | 2014 | | | 2015 | | | 2016 | | | 2017 | | |
|----------------------------|-----------|--------|---------|-----------|--------|---------|-----------|--------|---------|-----------|--------|---------|
| | Montantes | Quota | Ranking | Montantes | Quota | Ranking | Montantes | Quota | Ranking | Montante | Quota | Ranking |
| Fidelidade | 938 292 | 24,4% | 1 | 997 077 | 25,0% | 1 | 1 082 512 | 25,8% | 1 | 1 167 519 | 26,0% | 1 |
| Seguradoras Unidas | | | | | | | 645 839 | 15,4% | 2 | 680 862 | 15,2% | 2 |
| Allianz Portugal | 317 732 | 8,3% | 3 | 338 923 | 8,5% | 2 | 374 601 | 8,9% | 3 | 408 379 | 9,1% | 3 |
| Liberty Seguros | 244 422 | 6,3% | 6 | 250 854 | 6,3% | 6 | 284 787 | 6,8% | 5 | 312 355 | 7,0% | 4 |
| Ocidental | 238 508 | 6,2% | 7 | 259 362 | 6,5% | 5 | 285 492 | 6,8% | 4 | 305 055 | 6,8% | 5 |
| Ageas Portugal Não Vida | 283 056 | 7,4% | 4 | 247 987 | 6,2% | 7 | 264 772 | 6,3% | 6 | 282 762 | 6,3% | 6 |
| Zurich Insurance | 233 263 | 6,1% | 8 | 238 317 | 6,0% | 8 | 226 197 | 5,4% | 7 | 236 136 | 5,3% | 7 |
| Lusitania Seguros | 175 229 | 4,6% | 9 | 184 802 | 4,6% | 9 | 185 093 | 4,4% | 8 | 188 990 | 4,2% | 8 |
| Generali - Companhia de S | 130 062 | 3,4% | 10 | 129 970 | 3,3% | 10 | 128 146 | 3,1% | 9 | 142 026 | 3,2% | 9 |
| CA Seguros | 81 285 | 2,1% | 12 | 87 162 | 2,2% | 12 | 95 772 | 2,3% | 11 | 107 457 | 2,4% | 10 |
| Mapfre Seguros Gerais | 92 051 | 2,4% | 11 | 99 997 | 2,5% | 11 | 96 549 | 2,3% | 10 | 95 283 | 2,1% | 11 |
| Victoria Seguros | 74 004 | 1,9% | 13 | 74 121 | 1,9% | 13 | 77 559 | 1,8% | 12 | 80 500 | 1,8% | 12 |
| GNB Seguros | 71 030 | 1,8% | 14 | 69 974 | 1,8% | 14 | 71 602 | 1,7% | 13 | 77 252 | 1,7% | 13 |
| AIG Europe | 60 742 | 1,6% | 15 | 68 051 | 1,7% | 15 | 42 344 | 1,0% | 15 | 48 476 | 1,1% | 14 |
| Caravela Seguros | 20 324 | 0,5% | 20 | 28 211 | 0,7% | 19 | 36 939 | 0,9% | 17 | 47 973 | 1,1% | 15 |
| Via Directa | 42 671 | 1,1% | 16 | 44 083 | 1,1% | 16 | 45 535 | 1,1% | 14 | 47 847 | 1,1% | 16 |
| Cosec | 34 410 | 0,9% | 18 | 35 454 | 0,9% | 18 | 33 805 | 0,8% | 18 | 34 647 | 0,8% | 17 |
| Chubb European Group | 35 803 | 0,9% | 17 | 42 383 | 1,1% | 17 | 40 092 | 1,0% | 16 | 32 201 | 0,7% | 18 |
| Groupama Seguros | 18 640 | 0,5% | 22 | 21 764 | 0,5% | 21 | 25 115 | 0,6% | 19 | 24 091 | 0,5% | 19 |
| Cardif Divers | 11 866 | 0,3% | 25 | 14 476 | 0,4% | 25 | 18 653 | 0,4% | 20 | 19 259 | 0,4% | 20 |
| MetLife Europe | 15 515 | 0,4% | 24 | 16 714 | 0,4% | 23 | 17 586 | 0,4% | 21 | 18 443 | 0,4% | 21 |
| Atradius Crédito y Caución | 15 933 | 0,4% | 23 | 16 005 | 0,4% | 24 | 16 617 | 0,4% | 22 | 17 174 | 0,4% | 22 |
| Médias | 10 332 | 0,3% | 27 | 13 037 | 0,3% | 26 | 15 329 | 0,4% | 23 | 16 784 | 0,4% | 23 |
| N Seguros | 11 385 | 0,3% | 26 | 11 793 | 0,3% | 27 | 11 967 | 0,3% | 24 | 11 815 | 0,3% | 24 |
| Popular Seguros | 7 603 | 0,2% | 30 | 8 372 | 0,2% | 29 | 10 012 | 0,2% | 26 | 10 757 | 0,2% | 25 |
| Mapfre Asistencia | 8 506 | 0,2% | 28 | 9 382 | 0,2% | 28 | 10 287 | 0,2% | 25 | 9 424 | 0,2% | 26 |
| Mútua dos Pescadores | 7 544 | 0,2% | 31 | 7 769 | 0,2% | 30 | 8 516 | 0,2% | 27 | 8 514 | 0,2% | 27 |
| COFACE | 6 439 | 0,2% | 32 | 7 238 | 0,2% | 31 | 7 728 | 0,2% | 28 | 7 477 | 0,2% | 28 |
| Aegon Santander Não Vida | | | | 1 757 | 0,0% | 38 | 4 166 | 0,1% | 32 | 7 466 | 0,2% | 29 |
| CESCE | 7 618 | 0,2% | 29 | 6 103 | 0,2% | 32 | 5 578 | 0,1% | 29 | 6 096 | 0,1% | 30 |
| Hiscox Insurance | | | | | | | 3 921 | 0,1% | 34 | 4 891 | 0,1% | 31 |
| MetLife Europe Insurance | 5 698 | 0,1% | 33 | 5 102 | 0,1% | 33 | 4 381 | 0,1% | 31 | 4 678 | 0,1% | 32 |
| BBVA Seguros | 4 840 | 0,1% | 34 | 4 688 | 0,1% | 34 | 4 419 | 0,1% | 30 | 4 182 | 0,1% | 33 |
| Europ Assistance | 3 072 | 0,1% | 37 | 3 142 | 0,1% | 37 | 3 510 | 0,1% | 35 | 3 971 | 0,1% | 34 |
| Multicare | 3 340 | 0,1% | 36 | 3 510 | 0,1% | 36 | 3 953 | 0,1% | 33 | 3 868 | 0,1% | 35 |
| Real Vida | 332 | 0,0% | 44 | 993 | 0,0% | 40 | 700 | 0,0% | 42 | 3 571 | 0,1% | 36 |
| Financial Insurance | 4 180 | 0,1% | 35 | 3 978 | 0,1% | 35 | 3 034 | 0,1% | 36 | 3 080 | 0,1% | 37 |
| RNA Seguros Assistência | | | | 328 | 0,0% | 45 | 577 | 0,0% | 44 | 1 692 | 0,0% | 38 |
| AWP P&C | 2 105 | 0,1% | 38 | 79 | 0,0% | 46 | 1 108 | 0,0% | 38 | 1 325 | 0,0% | 39 |
| Murimar | 1 287 | 0,0% | 39 | 1 324 | 0,0% | 39 | 1 191 | 0,0% | 37 | 1 122 | 0,0% | 40 |
| ACP Mobilidade | 872 | 0,0% | 42 | 877 | 0,0% | 42 | 962 | 0,0% | 39 | 1 086 | 0,0% | 41 |
| Abarca - Companhia de Seg | | | | | | | 107 | 0,0% | 47 | 999 | 0,0% | 42 |
| Inter Partner Assistance | 1 041 | 0,0% | 40 | 943 | 0,0% | 41 | 910 | 0,0% | 40 | 895 | 0,0% | 43 |
| ARAG | 288 | 0,0% | 45 | 496 | 0,0% | 44 | 618 | 0,0% | 43 | 744 | 0,0% | 44 |
| Europäische | 757 | 0,0% | 43 | 799 | 0,0% | 43 | 866 | 0,0% | 41 | 741 | 0,0% | 45 |
| Fidelidade Assistance | 6 | 0,0% | 47 | 34 | 0,0% | 47 | 180 | 0,0% | 45 | 199 | 0,0% | 46 |
| P.S.N. | | | | | | | 109 | 0,0% | 46 | 113 | 0,0% | 47 |
| Açoreana | 265 614 | 6,9% | 5 | 274 558 | 6,9% | 4 | | | | | | |
| Tranquilidade | 319 139 | 8,3% | 2 | 320 292 | 8,0% | 3 | | | | | | |
| Aide Asistencia | 42 | 0,0% | 46 | 31 | 0,0% | 48 | 32 | 0,0% | 48 | | | |
| Santander Totta Seguros Vi | 999 | 0,0% | 41 | | | | | | | | | |
| Seguros Logo | 19 200 | 0,5% | 21 | 19 220 | 0,5% | 22 | | | | | | |
| AXA Global Direct | 22 255 | 0,6% | 19 | 22 932 | 0,6% | 20 | | | | | | |
| | 3 849 331 | 100,0% | | 3 994 463 | 100,0% | | 4 199 767 | 100,0% | | 4 490 173 | 100,0% | |

(APS, 2017)

Anexo III - Produção seguro direto em ambos ramos

| | 2014 | | | 2015 | | | 2016 | | | 2017 | | |
|----------------------------|------------|--------|---------|------------|--------|---------|------------|--------|---------|------------|--------|---------|
| (milhares de Euros) | Montantes | Quota | Ranking | Montantes | Quota | Ranking | Montantes | Quota | Ranking | Montante | Quota | Ranking |
| Fidelidade | 3 959 905 | 27,7% | 1 | 3 719 002 | 29,4% | 1 | 3 452 265 | 31,7% | 1 | 3 499 844 | 30,2% | 1 |
| Ocidental Vida | 1 352 392 | 9,5% | 4 | 1 533 391 | 12,1% | 3 | 1 408 265 | 12,9% | 2 | 1 433 292 | 12,4% | 2 |
| Santander Totta Seguros Vi | 452 420 | 3,2% | 6 | 142 683 | 1,1% | 16 | 430 901 | 4,0% | 6 | 785 840 | 6,8% | 3 |
| Seguradoras Unidas | | | | | | | 726 367 | 6,7% | 3 | 736 246 | 6,4% | 4 |
| Allianz Portugal | 564 529 | 4,0% | 5 | 621 809 | 4,9% | 4 | 698 092 | 6,4% | 4 | 735 513 | 6,4% | 5 |
| BPI Vida | 2 201 911 | 15,4% | 2 | 1 751 140 | 13,8% | 2 | 488 372 | 4,5% | 5 | 646 436 | 5,6% | 6 |
| Liberty Seguros | 269 085 | 1,9% | 12 | 286 650 | 2,3% | 9 | 323 112 | 3,0% | 7 | 347 407 | 3,0% | 7 |
| Bankinter Seguros de Vida | | | | | | | 140 312 | 1,3% | 17 | 340 977 | 2,9% | 8 |
| Ocidental | 238 508 | 1,7% | 13 | 259 362 | 2,0% | 10 | 285 492 | 2,6% | 8 | 305 055 | 2,6% | 9 |
| Ageas Portugal Não Vida | 283 056 | 2,0% | 10 | 247 987 | 2,0% | 11 | 264 772 | 2,4% | 9 | 282 762 | 2,4% | 10 |
| Zurich Insurance | 233 263 | 1,6% | 14 | 238 317 | 1,9% | 12 | 226 197 | 2,1% | 10 | 236 136 | 2,0% | 11 |
| Lusitania Seguros | 175 229 | 1,2% | 15 | 184 802 | 1,5% | 13 | 185 093 | 1,7% | 11 | 188 990 | 1,6% | 12 |
| Zurich Vida | 111 906 | 0,8% | 20 | 138 851 | 1,1% | 17 | 175 400 | 1,6% | 12 | 181 687 | 1,6% | 13 |
| GNB Seguros Vida | 1 362 872 | 9,5% | 3 | 464 467 | 3,7% | 5 | 152 962 | 1,4% | 15 | 149 239 | 1,3% | 14 |
| Lusitania Vida | 166 105 | 1,2% | 16 | 138 572 | 1,1% | 18 | 162 190 | 1,5% | 14 | 144 991 | 1,3% | 15 |
| Generali - Companhia de Si | 130 062 | 0,9% | 18 | 129 970 | 1,0% | 19 | 128 146 | 1,2% | 18 | 142 026 | 1,2% | 16 |
| Ageas Portugal Vida | 126 485 | 0,9% | 19 | 128 244 | 1,0% | 20 | 116 825 | 1,1% | 19 | 107 630 | 0,9% | 17 |
| CA Seguros | 81 285 | 0,6% | 23 | 87 162 | 0,7% | 23 | 95 772 | 0,9% | 22 | 107 457 | 0,9% | 18 |
| Mapfre Seguros Gerais | 92 051 | 0,6% | 21 | 99 997 | 0,8% | 21 | 96 549 | 0,9% | 21 | 95 283 | 0,8% | 19 |
| Victoria Seguros | 74 004 | 0,5% | 25 | 74 121 | 0,6% | 24 | 77 559 | 0,7% | 23 | 80 500 | 0,7% | 20 |
| GNB Seguros | 71 030 | 0,5% | 26 | 69 974 | 0,6% | 25 | 71 602 | 0,7% | 24 | 77 252 | 0,7% | 21 |
| MetLife Europe | 63 037 | 0,4% | 28 | 68 042 | 0,5% | 27 | 69 599 | 0,6% | 25 | 74 854 | 0,6% | 22 |
| Real Vida | 45 779 | 0,3% | 30 | 66 165 | 0,5% | 29 | 63 556 | 0,6% | 26 | 71 953 | 0,6% | 23 |
| Eurovida | 272 593 | 1,9% | 11 | 167 201 | 1,3% | 14 | 144 060 | 1,3% | 16 | 68 938 | 0,6% | 24 |
| Aegon Santander Vida | | | | 53 735 | 0,4% | 31 | 57 510 | 0,5% | 28 | 67 258 | 0,6% | 25 |
| CA Vida | 349 948 | 2,4% | 8 | 344 648 | 2,7% | 7 | 168 379 | 1,5% | 13 | 54 644 | 0,5% | 26 |
| AlG Europe | 60 742 | 0,4% | 29 | 68 051 | 0,5% | 26 | 42 344 | 0,4% | 31 | 48 476 | 0,4% | 27 |
| Caravela Seguros | 20 324 | 0,1% | 38 | 28 211 | 0,2% | 37 | 36 939 | 0,3% | 33 | 47 973 | 0,4% | 28 |
| Via Directa | 42 671 | 0,3% | 32 | 44 083 | 0,3% | 32 | 45 535 | 0,4% | 29 | 47 847 | 0,4% | 29 |
| Groupama Vida | 39 617 | 0,3% | 33 | 95 652 | 0,8% | 22 | 100 209 | 0,9% | 20 | 47 557 | 0,4% | 30 |
| Mapfre Seguros de Vida | 74 087 | 0,5% | 24 | 64 058 | 0,5% | 30 | 45 215 | 0,4% | 30 | 45 472 | 0,4% | 31 |
| Generali Vida | 68 919 | 0,5% | 27 | 66 491 | 0,5% | 28 | 61 851 | 0,6% | 27 | 41 855 | 0,4% | 32 |
| Cosec | 34 410 | 0,2% | 35 | 35 454 | 0,3% | 36 | 33 805 | 0,3% | 35 | 34 647 | 0,3% | 33 |
| Victoria Vida | 44 653 | 0,3% | 31 | 42 534 | 0,3% | 34 | 35 328 | 0,3% | 34 | 34 603 | 0,3% | 34 |
| Chubb European Group | 35 803 | 0,3% | 34 | 42 383 | 0,3% | 35 | 40 092 | 0,4% | 32 | 32 201 | 0,3% | 35 |
| Cardif Vie | 21 088 | 0,1% | 37 | 23 113 | 0,2% | 38 | 25 567 | 0,2% | 36 | 25 574 | 0,2% | 36 |
| Groupama Seguros | 18 640 | 0,1% | 40 | 21 764 | 0,2% | 40 | 25 115 | 0,2% | 37 | 24 091 | 0,2% | 37 |
| Cardif Divers | 11 866 | 0,1% | 43 | 14 476 | 0,1% | 44 | 18 653 | 0,2% | 38 | 19 259 | 0,2% | 38 |
| Atradius Crédito y Caución | 15 933 | 0,1% | 42 | 16 005 | 0,1% | 43 | 16 617 | 0,2% | 40 | 17 174 | 0,1% | 39 |
| BBVA Seguros | 18 627 | 0,1% | 41 | 18 269 | 0,1% | 42 | 17 542 | 0,2% | 39 | 16 796 | 0,1% | 40 |
| Médís | 10 332 | 0,1% | 45 | 13 037 | 0,1% | 45 | 15 329 | 0,1% | 41 | 16 784 | 0,1% | 41 |
| N Seguros | 11 385 | 0,1% | 44 | 11 793 | 0,1% | 46 | 11 967 | 0,1% | 42 | 11 815 | 0,1% | 42 |
| Prévoir Vie | 9 688 | 0,1% | 46 | 9 526 | 0,1% | 47 | 9 241 | 0,1% | 45 | 10 850 | 0,1% | 43 |
| Popular Seguros | 7 603 | 0,1% | 50 | 8 372 | 0,1% | 49 | 10 012 | 0,1% | 44 | 10 757 | 0,1% | 44 |
| Mapfre Asistencia | 8 506 | 0,1% | 48 | 9 382 | 0,1% | 48 | 10 287 | 0,1% | 43 | 9 424 | 0,1% | 45 |
| Mútua dos Pescadores | 7 544 | 0,1% | 51 | 7 769 | 0,1% | 50 | 8 516 | 0,1% | 46 | 8 514 | 0,1% | 46 |
| COFACE | 6 439 | 0,0% | 53 | 7 238 | 0,1% | 51 | 7 728 | 0,1% | 47 | 7 477 | 0,1% | 47 |
| Axeria Prevoyance | 6 788 | 0,0% | 52 | 3 147 | 0,0% | 58 | 6 279 | 0,1% | 48 | 7 467 | 0,1% | 48 |
| Aegon Santander Não Vida | | | | 1 757 | 0,0% | 60 | 4 166 | 0,0% | 51 | 7 466 | 0,1% | 49 |
| CESCE | 7 618 | 0,1% | 49 | 6 103 | 0,0% | 52 | 5 578 | 0,1% | 49 | 6 096 | 0,1% | 50 |
| Hiscox Insurance | | | | | | | 3 921 | 0,0% | 53 | 4 891 | 0,0% | 51 |
| MetLife Europe Insurance | 5 698 | 0,0% | 54 | 5 102 | 0,0% | 53 | 4 381 | 0,0% | 50 | 4 678 | 0,0% | 52 |
| Europ Assistance | 3 072 | 0,0% | 58 | 3 142 | 0,0% | 59 | 3 510 | 0,0% | 55 | 3 971 | 0,0% | 53 |
| España | 4 179 | 0,0% | 56 | 3 966 | 0,0% | 56 | 3 646 | 0,0% | 54 | 3 911 | 0,0% | 54 |
| Multicare | 3 340 | 0,0% | 57 | 3 510 | 0,0% | 57 | 3 953 | 0,0% | 52 | 3 868 | 0,0% | 55 |
| Financial Assurance | 1 603 | 0,0% | 60 | 1 544 | 0,0% | 61 | 2 148 | 0,0% | 57 | 3 317 | 0,0% | 56 |
| Financial Insurance | 4 180 | 0,0% | 55 | 3 978 | 0,0% | 55 | 3 034 | 0,0% | 56 | 3 080 | 0,0% | 57 |
| RNA Seguros Assistência | | | | 328 | 0,0% | 68 | 577 | 0,0% | 65 | 1 692 | 0,0% | 58 |
| AWP P&C | 2 105 | 0,0% | 59 | 79 | 0,0% | 69 | 1 108 | 0,0% | 60 | 1 325 | 0,0% | 59 |
| Murimar | 1 287 | 0,0% | 61 | 1 324 | 0,0% | 62 | 1 191 | 0,0% | 59 | 1 122 | 0,0% | 60 |
| ACP Mobilidade | 872 | 0,0% | 64 | 877 | 0,0% | 65 | 962 | 0,0% | 61 | 1 086 | 0,0% | 61 |
| Abarca - Companhia de Seg | | | | | | | 107 | 0,0% | 67 | 999 | 0,0% | 62 |
| P.S.N. | 1 164 | 0,0% | 62 | 1 211 | 0,0% | 63 | 1 720 | 0,0% | 58 | 947 | 0,0% | 63 |
| Inter Partner Assistance | 1 041 | 0,0% | 63 | 943 | 0,0% | 64 | 910 | 0,0% | 62 | 895 | 0,0% | 64 |
| ARAG | 288 | 0,0% | 66 | 496 | 0,0% | 67 | 618 | 0,0% | 64 | 744 | 0,0% | 65 |
| Europäische | 757 | 0,0% | 65 | 799 | 0,0% | 66 | 866 | 0,0% | 63 | 741 | 0,0% | 66 |
| Fidelidade Assistance | 6 | 0,0% | 68 | 34 | 0,0% | 70 | 180 | 0,0% | 66 | 199 | 0,0% | 67 |
| Açoreana | 390 426 | 2,7% | 7 | 394 815 | 3,1% | 6 | | | | | | |
| Tranquilidade | 319 139 | 2,2% | 9 | 320 292 | 2,5% | 8 | | | | | | |
| Aide Asistencia | 42 | 0,0% | 67 | 31 | 0,0% | 71 | 32 | 0,0% | 68 | | | |
| Barclays Vida Y Pensiones | 150 336 | 1,1% | 17 | 156 514 | 1,2% | 15 | | | | | | |
| T-Vida | 88 280 | 0,6% | 22 | 42 715 | 0,3% | 33 | | | | | | |
| Finibanco Vida | 8 510 | 0,1% | 47 | 4 922 | 0,0% | 54 | | | | | | |
| Seguros Logo | 19 200 | 0,1% | 39 | 19 220 | 0,2% | 41 | | | | | | |
| AXA Global Direct | 22 255 | 0,2% | 36 | 22 932 | 0,2% | 39 | | | | | | |
| | 14 288 516 | 100,0% | | 12 663 735 | 100,0% | | 10 876 128 | 100,0% | | 11 579 850 | 100,0% | |

(APS, 2017)